

**PENGARUH NILAI TAMBAH EKONOMIS
DAN NILAI TAMBAH PASAR TERHADAP
NILAI TAMBAH PEMEGANG SAHAM PADA
SEKTOR INDUSTRI BARANG KONSUMSI
DI BURSA EFEK JAKARTA**



TESIS

Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro

Oleh :

**Lili Haryanti Yudaningrum
NIM C4AO96043**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2002**



Sertifikasi

Saya, Lili Haryanti Yudaningrum, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya

Lili Haryanti Yudaningrum

31 Juli 2002

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :
**PENGARUH NILAI TAMBAH EKONOMIS
DAN NILAI TAMBAH PASAR TERHADAP NILAI
TAMBAH PEMEGANG SAHAM PADA SEKTOR
INDUSTRI BARANG KONSUMSI DI BEJ**

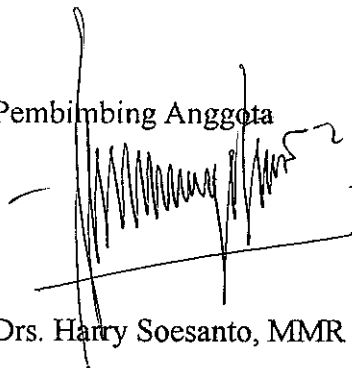
yang disusun oleh Lili Haryanti Yudaningrum, NIM C4A096043
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 9 Agustus 2002
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama



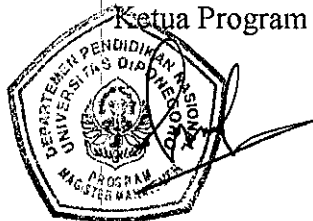
Drs. J. Sugiarto PH, SU

Pembimbing Anggota



Drs. Harry Soesanto, MMR

Semarang 27 Agustus 2002
Universitas Diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

This thesis which has title "Influence Economic Value Added and Market Value Added to Shareholder Value Added to Industrial Consumption Sector in BEJ" aim for, firstly, to analyzed influence economic value added to shareholder value added, secondly, to analyzed influence market value added to shareholder value added, and lastly to analyzed simultaneously influence economic value added and market value added to shareholder value added.

The tools of analysis which is used is path analysis, with path cell excel program. This research is done by populating with seeing forward by period 1997 and 1998. The data which is used is the secondary data.

The result of the research, that economic value added positive influence to shareholder value added, market value added negative influence to shareholder value added, economic value added and market value added simultaneously positive influence to shareholder value added and economic value added negative correlated with market value added.

This research to implicated that for investors will invested to company stock, to gate shareholder value added not only to consider traditional accounting performance, but necessary to consider economic value added performance. To create positive market value added, it is necessary to increase the operational

efficiency, which influence the increase the earning per share and increase efficiency in productive capital use so it can increase the company value.

ABSTRAKSI

Tesis yang berjudul “Pengaruh Nilai Tambah Ekonomis Dan Nilai Tambah Pasar Terhadap Nilai Tambah Pemegang Saham Pada Sektor Industri Barang Konsumsi” ini bertujuan untuk pertama, menganalisis pengaruh nilai tambah ekonomis terhadap nilai tambah pemegang saham, kedua menganalisis pengaruh nilai tambah pasar terhadap nilai tambah pemegang saham dan ketiga menganalisis pengaruh secara bersama-sama nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar terhadap nilai tambah pemegang saham.

Alat analisis yang digunakan adalah analisis jalur dengan program path cell excell. Penelitian ini dilakukan secara purposif sampling dengan periode pengamatan tahun 1997 dan tahun 1998. Adapun data yang diambil berupa data sekunder.

Dari hasil penelitian diperoleh bahwa nilai tambah ekonomis berpengaruh positif terhadap nilai tambah pemegang saham, nilai tambah pasar berpengaruh negatif terhadap nilai tambah pemegang saham, nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar secara bersama-samaa berpengaruh positif terhadap nilai tambah pemegang saham and nilai tambah ekonomis berkorelasi negatif terhadap nilai tambah pasar.

Penelitian ini mengimplikasikan bahwa bagi para investor yang akan berinvestasi pada saham-saham perusahaan , untuk mendapatkan nilai tambah pemegang saham, jangan hanya mempertimbangkan kinerja keuangan tradisionil saja,

tetapi perlu mempertimbangkan kinerja nilai tambah ekonomis. Untuk menciptakan nilai tambah pasar yang positif perlu meningkatkan efisiensi operasional yang berpengaruh terhadap peningkatan pendapatan per lembar saham dan peningkatan efisiensi penggunaan pada modal yang produktif saja agar dapat meningkatkan nilai perusahaan.

KATA PENGANTAR

Dengan mengucapkan syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa dengan telah selesainya tesis yang berjudul “Pengaruh Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Tambah Pasar Terhadap Nilai Tambah Pemegang Saham pada Sektor Industri Barang Konsumsi Di BEJ”

Selama proses penyusunan tesis ini banyak pihak-pihak yang telah banyak membantu. Untuk itu saya mengucapkan banyak terima kasih kepada :

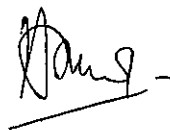
1. Ibuku dan saudara-saudaraku yang sangat kucintai yang telah banyak memberikan dorongan, doa, semangat serta bantuan material hingga selesainya penyusunan tesis ini.
2. Bapak Prof. Dr. Suyudi Mangunwiharjo, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen .
3. Bapak Dr. Augusty Ferdinand, MBA, selaku Deputy Direktur Bidang Akademik.
4. Bapak Drs. J. Sugiarto PH, SU, selaku pembimbing utama yang dengan penuh kesabaran telah banyak meluangkan waktu dalam memberikan bimbingan dan pengarahan selama penyusunan tesis ini.
5. Bapak Drs. Harry Soesanto, MMR , selaku pembimbing anggota ,yang juga telah banyak memberikan bimbingan dan pengarahan selama penyusunan tesis ini.

6. Bapak Pimpinan Bursa Efek Jakarta yang telah memberikan ijin untuk melakukan penelitian di Bursa Efek Jakarta.
7. Bapak Pimpinan Pusat Referensi Pasar Modal dan Staf yang telah banyak membantu selama pengambilan data.
8. Bapak-bapak dan ibu-ibu dosen program studi magister manajemen yang banyak memberikan ilmu yang bermanfaat selama di bangku kuliah.
9. Semua pihak yang tidak bisa disebutkan satu-persatu, yang telah banyak membantu hingga tersusunnya tesis ini.

Semoga tesis ini berguna bagi yang memerlukannya.

Juli 2002

Penyusun



DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Surat Pernyataan Keaslian Tesis	ii
Halaman Pengesahan Tesis	iii
Abstract	iv
Abstraksi	vi
Kata Pengantar	viii
Daftar Tabel	xiii
Daftar Gambar	xiv
Daftar Lampiran	xv
Daftar Rumus	xvii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Penelitian	1
1.2 Perumusan Masalah	5
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	6
1.4 Outline Tesis	7
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN	8
2.1 Telaah Pustaka	8
2.1.1 Penciptaan Nilai	8
2.1.2 Nilai Tambah Ekonomis (EVA)	9
2.1.3 Nilai Tambah Pasar (MVA)	20
2.1.4 Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA)	22
2.1.5 Penelitian Terdahulu	22
2.2 Model dan Hipotesis	23
2.2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	23

2.2.2	Hipotesis	27
2.3	Posisi Penelitian Dibandingkan dengan Penelitian terdahulu	28
2.4	Definisi-definisi Utama	29
BAB III	METODE PENELITIAN	31
3.1	Jenis dan Sumber Data	31
3.2	Populasi dan Sampel	31
3.3	Definisi Operasional Perusahaan	34
3.4	Metode Pengumpulan Data	38
3.5	Teknik Analisis	39
BAB IV	ANALISIS DATA	43
4.1	Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif ...	43
4.1.1	Sekilas Tentang Bursa Efek Jakarta	43
4.1.2	Sektor Indutri Barang Konsumsi	45
4.2	Proses dan Hasil Analisis /Komputasi Data	55
4.2.1	Hasil Komputasi Data	55
4.2.2	Analisis dan Pengujian Hipotesis penelitian	57
4.2.2.1	Pengaruh EVA terhadap SVA	57
4.2.2.2	Pengaruh MVA terhadap SVA.....	58
4.2.2.3	Pengaruh EVA dan MVA terhadap SVA	59
BAB V	SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	62
5.1	Simpulan	62
5.2	Implikasi Kebijakan	63
5.3	Keterbatasan Penelitian	63
5.4	Agenda Penelitian Mendatang	64
DAFTAR REFERENSI	65

LAMPIRAN.....	67
DAFTAR RIWAYAT HIDUP.....	100

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	Ekuivalensi Ekuitas	12
Tabel 3.1	Daftar Perusahaan pada Sektor Industri Barang Konsumsi ...	33
Tabel 4.1	Indikator Pembentuk EVA Tahun 1997 dan 1998.....	46
Tabel 4.2	Indikator Pembentuk MVA Tahun 1997 dan 1998.....	46
Tabel 4.3	Indikator Pembentuk SVA Tahun 1997 dan 1998	46
Tabel 4.4	EVA Sektor Industri Barang Konsumsi Tahun 1997 dan 1998	51
Tabel 4.5	MVA Sektor Industri Barang Konsumsi Tahun 1997 dan 1998	51
Tabel 4.6	SVA Sektor Industri Barang Konsumsi Tahun 1997 dan 1998	51
Tabel 4.7	Korelasi antara Variabel X_1 , X_2 dan Y	56
Tabel 4.8	Sumbangan Pengaruh Variabel X_1 dan X_2 terhadap Y	56

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	Skema Penciptaan Nilai	26
Gambar 2.2	Skema Kerangka Pemikiran Teoritis	27
Gambar 3.1	Hubungan Kausal Variabel X_1 dan X_2 terhadap Y	39

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Harga Saham Individual Tahun 1994.....	67
Lampiran 2	Harga Saham Individual Tahun 1995	68
Lampiran 3	Harga Saham Individual Tahun 1996.....	69
Lampiran 4	Harga Saham Individual Tahun 1997	70
Lampiran 5	Harga Saham Individual Tahun 1998	71
Lampiran 6	Keuntungan Saham Individual dan Keuntungan Pasar Tahun 1994-1997 serta Estimasi Beta dengan Model CAPM	72
Lampiran 7	Keuntungan Saham Individual dan Keuntungan Pasar Tahun 1995-1998 serta Estimasi Beta dengan Model CAPM	74
Lampiran 8	Estimasi Keuntungan Saham Individual Tahun 1997	76
Lampiran 9	Estimasi Keuntungan Saham Individual Tahun 1998	77
Lampiran 10	Biaya Bunga Setelah Pajak Tahun 1997	78
Lampiran 11	Biaya Bunga Setelah Pajak Tahun 1998	79
Lampiran 12	Biaya Modal Rata-rata Tertimbang Tahun 1997	80
Lampiran 13	Biaya Modal Rata-rata Tertimbang Tahun 1998	81
Lampiran 14	Capital Tahun 1997	82

Lampiran 15	Capital Tahun 1998	83
Lampiran 16	NOPAT Tahun 1997	84
Lampiran 17	NOPAT Tahun 1998	85
Lampiran 18	Return on Equity Tahun 1997	86
Lampiran 19	Return on Equity Tahun 1998	87
Lampiran 20	Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Tambah Pemegang Saham Tahun 1997.....	88
Lampiran 21	Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Tambah Pemegang Saham Tahun 1998	89
Lampiran 22	Nilai Tambah Pasar Tahun 1997	90
Lampiran 23	Nilai Tambah Pasar Tahun 1998	91
Lampiran 24	Data Input Analisis Jalur Tahun 1997	92
Lampiran 25	Analisis Jalur Variabel X1 dan X2 terhadap Y Tahun 1997	93
Lampiran 26	Data Input Analisis Jalur Tahun 1998	94
Lampiran 27	Analisis Jalur Variabel X1 dan X2 terhadap Y Tahun 1998	96
Lampiran 28	Pedoman Untuk Memberikan Interpretasi terhadap Koefisien Korelasi	98
Lampiran 29	Tarif Pajak Marginal Berdasarkan Lapisan Masyarakat	99

DAFTAR RUMUS

Rumus 1	Nilai Tambah Ekonomis (EVA)	9
Rumus 2.	Biaya saham preferen	15
Rumus 3.	Biaya saham preferen dengan biaya mengambang	16
Rumus 4.	Biaya hutang berbunga dari kreditur	16
Rumus 5.	Biaya hutang obligasi	17
Rumus 6.	Biaya ekuitas saham biasa	17
Rumus 7.	Beta saham	18
Rumus 8.	Biaya modal saham (pendekatan nilai pertumbuhan konstan) .	18
Rumus 9.	Biaya modal saham (pendekatan rasio laba harga)	19
Rumus 10.	Biaya modal rata-rata tertimbang	20
Rumus 11.	Biaya modal rata-rata tertimbang (dengan saham preferen)	20
Rumus 12.	Nilai tambah pasar (MVA)	21
Rumus 13.	Nilai tambah pemegang saham(SVA)	22
Rumus 14.	Struktur hubungan antar variabel x_1 , x_2 dan y	40
Rumus 15.	Koefisien korelasi variabel x_1 dan x_2 (variabel penyebab)	40
Rumus 16.	Koefisien korelasi variabel x_1 , x_2 dan y (variabel akibat)	40
Rumus 17.	Matrik korelasi antara variabel x_1 , x_2 dan y	41
Rumus 18.	Matrik korelasi antara variabel x_1 , x_2	41

Rumus 19.	Matrik invers korelasi antara variabel x_1 dan x_2	41
Rumus 20.	Koefisien jalur	42
Rumus 21	Koefisien determinasi multipel	42
Rumus 22	Koefisien jalur variabel lain	42

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Kita dapat menumbuhkan perusahaan, tetapi perusahaan tidak selalu dapat menciptakan nilai. Pertumbuhan perusahaan yang dapat menciptakan nilai perusahaan, hanya jika pertambahan nilai akibat strategi pertumbuhan melebihi pertambahan modal yang diinvestasikan (Young dan O'Byrne, 2001, p.27).

Menurut Sartono (1999, p.248), tujuan utama perusahaan adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham, demikian pula tujuan yang harus dicapai dalam investasi jangka panjang ini adalah kemakmuran pemegang saham atau memaksimumkan nilai perusahaan.

Penilaian perusahaan seringkali diperlukan selain untuk mencari nilai total suatu perusahaan sebagai satu kesatuan usaha yang berjalan manakala pembelian atau penjualan sedang dipertimbangkan tetapi juga untuk memutuskan perubahan nilai perusahaan yang lebih baik dari waktu sebelumnya yang pada hakikatnya akan mempengaruhi nilai pemegang saham. Untuk itu kewajiban dasar manajemen perusahaan adalah mengambil keputusan investasi, operasi dan pembiayaan yang akan meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang. Peningkatan nilai pemegang saham tergantung pada keputusan investasi sumber daya yang ada untuk hasil arus kas yang juga melebihi ekspektasi investor (Helfert, 1996, p.307-317).

Nilai pemegang saham merupakan trade off antar resiko dan imbalan yang harus dipertimbangkan investor pada saat melakukan investasi dalam modal perusahaan. Manajemen perusahaan harus menilai setiap saat apakah strategi, kebijakan dan keputusan yang telah diterapkan telah memenuhi keinginan investasi dengan membentuk nilai tambah pemegang saham (Helfert, 1996, p.29).

Adapun nilai tambah pemegang saham atau *Shareholder Value Added (SVA)* merupakan suatu nilai yang sangat diharapkan oleh para pemegang saham dalam menciptakan nilai atas kekayaan yang telah dimilikinya. SVA dinyatakan dalam rumus seperti berikut ini (Black et al,1998,p.57) :

$$SVA = Total\ Capital + (Return\ on\ Total\ Capital - WACC)$$

Menurut Black et al (1998,p.57), salah satu ukuran yang dapat digunakan sebagai pendekatan nilai pemegang saham adalah nilai tambah ekonomis atau *economic value added (EVA)*. Stewart mengemukakan bahwa EVA yang berhasil diciptakan oleh perusahaan adalah merupakan factor yang paling relevan dan menentukan dalam pembentukan nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian mereka terhadap perusahaan di Amerika Serikat, EVA dianggap paling memiliki korelasi dengan perubahan dan penciptaan nilai saham di pasar modal (Ruky dalam Usahawan no.09,1997, p.3-4).

Konsep EVA dilakukan untuk menanggulangi distorsi yang ada dalam laporan keuangan karena laba yang dilaporkan tidak memasukkan unsur biaya modal ekuitas. Untuk itu dalam perhitungan EVA akan mengeluarkan biaya modal (*cost of capital*)

dari laba operasi setelah pajak. Biaya modal tersebut adalah rata-rata tertimbang dari seluruh biaya dari seluruh biaya modal yang terjadi (Mirza dan Imbuh, dalam Usahawan,no.01,1999,p.37-38). EVA merupakan selisih antara *Net Operating Profit After Tax (NOPAT)* dengan *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*.

Besar-kecilnya biaya modal rata-rata tertimbang ditentukan oleh besar kecilnya struktur hutang (yang meliputi hutang jangka panjang dan jangka pendek) dan struktur modal yang digunakan oleh perusahaan. Menurut Helfert (1996,p.258), nilai pemegang saham dapat meningkat hanya jika pengembalian investasi melebihi biaya modal dalam jangka panjang.

Nilai tambah pasar atau *market value added (MVA)* mencerminkan seberapa besar nilai tambah yang berhasil dikapitalisasi dan memperbesar nilai kapital yang digunakan oleh suatu perusahaan. Dengan demikian MVA mencerminkan seberapa besar manajemen mampu menciptakan atau menambah kekayaan bagi para pemilik kapital. Sedangkan EVA secara teoritis dan empiris memiliki korelasi yang erat dengan dengan setiap perubahan dan penciptaan nilai MVA pada pasar modal (diteliti oleh Stewart untuk perusahaan- perusahaan di Amerika Serikat dan negara lain). Selain itu nilai kini dari total proyeksi EVA suatu perusahaan akan mengindikasikan nilai MVA nya. Oleh karena itu EVA dianggap sebagai kunci bagi setiap usaha untuk maksimalisasi MVA dan merupakan alat ukur terbaik dalam menilai sukses tidaknya suatu perusahaan (Stern,1996, dalam Ruky,Usahawan no.09,1997,p.5).

Dalam penelitiannya di Indonesia, Ruosana (Ruky,Usahawan,no.09,1997,p.5-6) meneliti sebanyak 30 perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta selama lima tahun antara tahun 1989 sampai dengan 1993 dengan analisis korelasi Rank Spearman dan distribusi Kai kuadrat diperoleh bahwa EVA tidak berhubungan dengan MVA, dan terdapat keterkaitan antara perubahan proporsi hutang dengan perubahan EVA. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Harmoyo (1998), dengan meneliti sebanyak 30 buah perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta dengan tahun pengamatan dari tahun 1995 sampai dengan tahun 1997 dengan analisis Rank Spearman diperoleh bahwa tidak ada korelasi antara EVA dan MVA, dan terdapat korelasi perubahan EVA terhadap perubahan proporsi hutang dengan proporsi saham.

Apabila ditinjau dari keterkaitan antara EVA dan MVA, terdapat perbedaan pendapat pada penelitian di Amerika dan negara lain dengan di Indonesia. Namun EVA tetap merupakan kinerja intern perusahaan yang baik dan EVA sebagai alat ukur penciptaan nilai pemegang saham. Sedangkan MVA dianggap satu-satunya ukuran yang paling pas dalam penciptaan kekayaan bagi pemilik kekayaan atau investor.

Disamping itu EVA merupakan salah satu ukuran yang dapat digunakan sebagai pendekatan nilai pemegang saham yang telah diformulasikan sebagai nilai tambah pemegang saham. Nilai tambah pemegang saham merupakan suatu nilai yang sangat diharapkan oleh para pemegang saham dalam penciptaan nilai atas kekayaan yang telah dimilikinya.

Dalam penelitian ini akan dibatasi pada perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta untuk sektor industri barang konsumsi mengingat sektor tersebut transaksi sahamnya cukup besar dalam industri manufaktur. Untuk tahun 1996, tahun 1997 dan hingga bulan September 1998, besarnya nilai transaksi masing-masing sebesar 14 %, 11 % dan 19 % dari total transaksi di Bursa Efek Jakarta.

1.3 Perumusan Masalah

Dari keterangan-keterangan tersebut di atas, terdapat adanya keterkaitan antara nilai tambah ekonomis, nilai tambah pasar dan nilai tambah pemegang saham. Maka perumusan masalah yang ada dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah terdapat pengaruh nilai tambah ekonomis terhadap nilai tambah pemegang saham?
2. Apakah terdapat pengaruh nilai tambah pasar terhadap nilai tambah pemegang saham?
3. Apakah terdapat pengaruh secara bersama-sama nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar terhadap nilai tambah pemegang saham?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Tujuan penelitian yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis pengaruh nilai tambah ekonomis terhadap nilai tambah pemegang saham.
2. Untuk menganalisis pengaruh nilai tambah pasar terhadap nilai tambah pemegang saham.

3. Untuk menganalisis pengaruh secara bersama-sama nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar terhadap nilai tambah pemegang saham.

Adapun kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi para pemegang saham, sebagai bahan informasi untuk melakukan investasi dalam bentuk saham ditinjau dari sisi penciptaan nilai.
2. Bagi perusahaan, sebagai bahan informasi dan masukan (khususnya bagi sektor industri barang konsumsi) berkaitan dengan keputusan investasi dengan berbagai alternatif modal yang memungkinkan agar merupakan alternatif yang terbaik bagi perusahaan.
3. Sebagai bahan informasi bagi semua pihak yang memerlukannya.

1.4 Outline Tesis

Tesis yang berjudul “ Pengaruh Nilai Tambah Ekonomis dan Nilai Tambah Pasar terhadap Nilai Tambah Pemegang Saham pada Sektor Industri Barang Konsumsi di BEJ “ secara garis besar terdiri dari lima bab, yang meliputi bab satu merupakan pendahuluan yang terdiri dari latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian dan outline tesis. Bab dua menjelaskan mengenai telaah pustaka , model dan hipotesis penelitian, posisi penelitian dibandingkan dengan penelitian terdahulu serta definisi-definisi utama penelitian ini. Adapun bab tiga menjelaskan mengenai metode penelitian yang terdiri dari jenis dan sumber data, populasi dan sampel penelitian, definisi operasional variabel, metode pengumpulan data dan teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini. Sedangkan bab empat

menjelaskan mengenai analisis data yang terdiri dari gambaran umum objek penelitian dan data deskriptif, hasil komputasi data, analisis data dan pengujian hipotesis penelitian. Sedangkan yang terakhir adalah bab lima yang terdiri dari simpulan, implikasi kebijakan, keterbatasan penelitian dan agenda penelitian mendatang.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Penciptaan Nilai

Penilaian perusahaan sering kali dilakukan untuk mencari nilai total perusahaan tersebut, selain untuk keperluan penjualan, akuisisi, merger, pengambilalihan secara paksa maupun untuk restrukturisasi internal (Helfert,1996,p.307). Sehubungan dengan hal tersebut baik pemilik maupun pihak manajemen perusahaan mempunyai kepentingan yang terus-menerus pada saat ini maupun yang akan datang.

Untuk perubahan publik, nilai perusahaan akan tercermin pada harga sahamnya. Peningkatan harga saham akan sangat diharapkan oleh para pemegang saham terutama dalam penciptaan nilai tambah pemegang saham.

Di sisi lain untuk mencapai nilai tambah pemegang saham yang diperlukan, sesuai dengan tujuan perusahaan untuk kemakmuran pemegang saham, maka pihak manajemen perusahaan berusaha keras dalam menciptakan nilai tambah dalam penciptaan nilai perusahaan dari waktu ke waktu. Penciptaan nilai perusahaan harus didukung dengan kinerja keuangan perusahaan yang dalam hal ini kebijakan pembelanjaan dan investasi.

Jika perusahaan melakukan investasi yang memberikan nilai sekarang yang lebih besar dari investasi maka nilai investasi akan meningkat. Dengan kata lain keputusan investasi harus dinilai, dalam hubungannya dengan kemampuan untuk

menghasilkan keuntungan yang sama atau lebih besar dari yang disyaratkan pemilik modal (Sartono,1999,p.248).

2.1.2 Nilai Tambah Ekonomis (EVA)

EVA adalah suatu sistem manajemen keuangan untuk mengukur laba ekonomi di dalam suatu perusahaan, yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat diciptakan jika perusahaan mampu memenuhi semua biaya operasi (*operating cost*) dan biaya modal atau *cost of capital* (Wijaya tunggal,2001,p.1).

Diartikan pula bahwa , EVA merupakan laba bersih operasi setelah pajak, setelah dikurangi dengan biaya modal rata-rata tertimbang, yang dinyatakan dalam rumus berikut ini (Stewart,1991,p.137) :

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (r - c^*) \times \text{Capital} \dots\dots\dots(1) \\ &= \text{NOPAT} - \text{WACC} \end{aligned}$$

dimana :

NOPAT = Laba bersih operasi setelah pajak (*Net Operating Profit After Tax*)

WACC (c^*) = Biaya modal rata-rata tertimbang

r = NOPAT / Capital

Capital = Sejumlah dana yang digunakan oleh perusahaan untuk menjalankan operasinya, yang terdiri dari hutang berbunga dan ekuitas saham

Konsep EVA dilakukan untuk menanggulangi distorsi yang ada dalam laporan keuangan karena laba yang dilaporkan tidak memasukkan unsur biaya modal

ekuitas. Untuk itu dalam perhitungan EVA akan mengeluarkan biaya modal dari laba operasi setelah pajak. Biaya modal tersebut adalah merupakan rata-rata tertimbang dari seluruh biaya modal yang terjadi (Mirza dan Imbuh,Usahawan no.01,1999,p.37)

Kegunaan konsep EVA menurut Young dan O'Byrne (dalam Wijaya Tunggal,2001,p.1) adalah untuk menutup pensejajaran antara manajerial dan ketertarikan pemegang saham, mendorong kekuatan bagi manajer untuk mencari penciptaan nilai investasi, mendorong pengelolaan yang efektif dari kesiapan kekayaan yang diperoleh.

EVA yang positif menandakan bahwa tingkat pengembalian yang dihasilkan melebihi tingkat modal atau tingkat pengembalian yang disyaratkan investor atas investasi yang dilakukannya. Keadan ini menunjukkan bahwa perusahaan berhasil menciptakan nilai bagi pemilik modal yang yang konsisten dengan tujuan yang memaksimalkan nilai perusahaan. EVA yang negatif menandakan bahwa nilai perusahaan berkurang sebagai akibat tingkat pengembalian yang dihasilkan lebih rendah dari pada tingkat pengembalian yang ditimbulkan oleh investor.

Ada tiga cara yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk menaikkan nilai EVA, seperti berikut ini (Stewart,1991,p.137) :

1. Menaikkan tingkat pengembalian (*rate of return*) atas modal yang diperoleh, lebih banyak laba operasi perusahaan yang di dapat tanpa menggunakan atau menam bahkan dana dalam perusahaan.
2. Menambahkan modal yang diinvestasikan dalam proyek menghasilkan pengembalian lebih dari biaya yang dikeluarkan untuk modal baru.

3. Membatalkan modal atau menarik kembali investasi dari proyek yang tidak memenuhi syarat dimana tingkat pengembalian yang diperoleh tidak memadai.

Untuk menghitung EVA yang akurat, perlu dilakukan penyesuaian terhadap nilai buku akuntansi menjadi nilai buku ekonomis. Penyesuaian tersebut dikenal dengan istilah ekuivalensi ekuitas (*equity equivalents*). Dalam hal ini yang perlu disesuaikan adalah dalam menghitung NOPAT dan capital.

Apabila dibandingkan dengan kinerja keuangan dengan pendekatan tradisional yang berdasarkan pada laba akuntansi, kinerja EVA merupakan kinerja laba ekonomis karena laba yang dilaporkan memasukkan biaya modal ekuitas. Disamping itu karena dalam perhitungan EVA telah dilakukan penyesuaian terhadap nilai buku akuntansi menjadi nilai buku ekonomis dalam menghitung nopat dan capital. Menurut Sartono (1994,p.249-258) dan Supriyono (1989,p.36-37), kinerja keuangan dengan pendekatan tradisional terdiri dari pendekatan arus kas yang didiskontokan (terdiri dari IRR, NPV, Profitability Index) dan pendekatan rasio profitabilitas yang terdiri dari ROI, ROA dan ROE.

Stewart (1991,p.112) memberikan suatu daftar ekuivalensi ekuitas seperti pada tabel 2.1. Meskipun dari daftar ekuivalensi ekuitas banyak keterangan – keterangan yang perlu disesuaikan, tetapi banyak perusahaan yang hanya menggunakan tidak lebih dari lima penyesuaian ekuivalensi ekuitas yang praktis dan .

Tabel 2.1
Ekuivalensi Ekuitas

Add to Capital Equity Equivalents	Add to NOPAT Increase in Equity Equivalents
Deferred income reserve Deferred tax reserve LIFO reserve Cumulative goodwill amortization Unrecorded goodwill (Net) Capitalized intangibles Full cost reserve Cumulative unusual loss (gain) Other reserve, such as Bad debt reserve Inventory absence reserve Warranty reserve	Increase in tax reserve Increase in LIFO reserve Goodwill Amortization Increase in (net) Capitalized intangibles Increase in full cost reserve Unusual loss (gain) Increase in other reserve

Sumber: Stewart, 1991, p.112

Keterangan unsur-unsur ekuivalensi ekuitas daalah sebagai berikut :

1. Cadangan LIFO (*LIFO reserve*)

Metode perhitungan biaya persediaan LIFO menawarkan keuntungan pajak penting di atas pendekatan yang lain dalam periode kenaikan harga, dan juga menghasilkan angka harga pokok penjualan yang lebih mendekati perkiraan penggantian biaya persediaan, menghasilkan suatu penyeimbangan dari biaya dan penghasilan. Tetapi ketika persediaan meningkat, lapisan LIFO dari harga produk lama tertinggal di belakang. Sehingga akan menimbulkan masalah dalam perhitungan EVA. Pertama persediaan dinyatakan kurang dari sebenarnya dalam

aktiva bersih dan modal yang diinvestasikan. Kedua ketika lapisan lama LIFO lama dihapuskan yang terjadi pada saat persediaan menurun, maka pendapatan menjadi terlalu besar karena penyamaan harga pokok lama terhadap harga sekarang. Oleh karena itu cadangan LIFO pada tahun yang bersangkutan dimasukkan ke dalam modal yang diinvestasikan, sedangkan kenaikan atau penurunan dari tahun sebelumnya ditambahkan atau dikurangkan ke NOPAT.

2. Pajak yang ditangguhkan (*deferred taxes*)

Apabila terjadi kenaikan dalam *deferred tax assets* akan dikurangkan ke NOPAT. Apabila *deferred tax liabilities* telah menjadi bagian dari *capital* maka tidak perlu penyesuaian hutang. Namun saldo dari *deferred tax assets* harus dikurangkan dari *capital*.

3. Akumulasi amortisasi goodwill (*goodwill amortization*)

Dalam perusahaan yang terjadi goodwill dari proses akuisisi, maka akan diamortisasikan dari tahun ke tahun. Hal tersebut akan menyebabkan laba menjadi rendah. Oleh karena itu akumulasi goodwill akan ditambahkan ke *capital* sedangkan besarnya biaya amortisasi goodwill tahun berjalan akan ditambahkan ke NOPAT.

4. Goodwill yang tidak tercatat (*unrecorded goodwill*)

Apabila proses akuisisi dilakukan dengan metode penyatuan kepentingan (*floating of interest*) maka biaya yang diakui oleh perusahaan yang melakukan pembelian adalah nilai buku dari perusahaan penjual. Dari sisi pembeli perusahaan, biaya yang diakui adalah nilai pasar sekuritas, agar terjadi

kesepakatan jual beli. Perbedaan antara nilai buku dan nilai pasar sekuritas merupakan goodwill yang telah tercatat. Goodwill tersebut tidak berpengaruh kepada NOPAT tetapi akan menambah *capital*.

5. Aset yang tidak berujud (*intangibles assets*)

Yang termasuk dalam katagori *intangibles assets* diantaranya adalah biaya riset dan pengembangan (*research and development expenses*), *design and promotion cost*, *custumor loyalty cost*. Besarnya biaya-biaya tersebut disesuaikan dengan mengkapitalisasi sebesar biaya tersebut. Apabila terjadi kenaikan atau penurunan biaya-biaya tersebut dari tahun sebelumnya maka akan menambah atau mengurangi NOPAT.

6. Cadangan biaya penuh (*full cost reserve*)

Full cost reserve merupakan metode pencatatan akuntansi pada perusahaan eksplorasi minyak dan gas bumi dengan mencatat seluruh biaya eksplorasi baik eksplorasi yang sukses maupun eksplorasi yang gagal. Sedangkan metode *succesfull effort* hanya mencatat eksplorasi yang sukses saja. Oleh karena itu metode *succesfull effort*, pada awalnya mengakibatkan laba perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan metode *full cost*. Tetapi selebihnya secara berangsur akan mengarah kepada tingkat hasil yang lebih tinggi dari yang sebenarnya. Tingkat hasil yang sebenarnya adalah dengan menggunakan metode *full cost*. Oleh karena itu semua kerugian setelah dikurangi keuntungan dan pajak akan menambah *capital*. Apabila terjadi peningkatan dari periode sebelumnya akan ditambahkan ke NOPAT.

7. Cadangan lain-lain (*other reserve*)

Meliputi cadangan piutang ragu-ragu, cadangan persediaan yang rusak, jaminan dan pendapatan yang ditangguhkan. Dalam hal ini biaya yang benar-benar terjadi yang diakui sebagai unsur yang menambah capital. Apabila terjadi kenaikan atau penurunan akan ditambahkan atau dikurangkan ke NOPAT.

2.1.2.1 Biaya Modal

Biaya modal adalah merupakan keuntungan yang disyaratkan atas berbagai dana yang digunakan dalam perusahaan, seperti biaya saham preferen, biaya saham biasa, biaya hutang, biaya laba yang ditahan. Biaya modal secara keseluruhan merupakan biaya modal rata-rata tertimbang dari tingkat masing-masing hasil individual yang disyaratkan.

Untuk mendapatkan besarnya biaya modal , masing-masing dapat diperoleh dengan rumus sebagai berikut :

1. Saham preferen.

Biaya saham preferen diperoleh dengan rumus (Sartono, 2000,p.222) :

$$Po = \frac{Dp}{Kp} \dots\dots\dots(2)$$

Dimana :

Po = harga pasar saham preferen

Dp = dividen saham preferen

Kp = tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham preferen

Jika terdapat biaya mengambang (*floatation cost*) misalnya biaya emisi, maka biaya saham preferen diperhitungkan atas dasar kas bersih yang diterima, diperoleh dengan rumus berikut ini (Sartono,2000,p.222) :

$$K_p = \frac{D_p}{P_{net}} \dots\dots\dots(3)$$

Dimana:

P net = harga pasar saham preferen dikurangi biaya emisi

2. Biaya hutang (*cost of debt*)

Biaya hutang menunjukkan besarnya biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan yang menggunakan dana dari kreditur. Besarnya biaya bunga diperoleh dengan rumus berikut ini (Sartono,2000,p.236) :

$$K_i = K_d (1 - t) \dots\dots\dots(4)$$

Dimana :

Ki = biaya hutang setelah pajak

Kd = tingkat bunga

t = tarif pajak

3. Biaya obligasi

Biaya hutang dengan menggunakan obligasi dapat diperoleh dengan rumus berikut ini (Sartono,2000,p.223) :

$$P_o = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1 + kd)^t} + \frac{M}{(1 + kd)^n} \dots\dots\dots(5)$$

Dimana :

P_o = biaya hutang obligasi

kd = besarnya keuntungan yang diminta investor

t = besarnya tingkat bunga

M = besarnya pembayaran pokok pinjaman

4. Biaya ekuitas saham biasa (*cost of common equity*)

Biaya tersebut merupakan tingkat keuntungan yang disyaratkan atas investasi pemilik saham biasa. Ada beberapa pendekatan yang digunakan untuk menghitung biaya saham adalah sebagai berikut :

- Pendekatan CAPM (*Capital Assets Pricing Model*)

CAPM mengasumsikan bahwa hanya resiko pasar yang relevan yang untuk dipertimbangkan. Sedangkan resiko-resiko yang tidak sistematis dianggap dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Dengan demikian premium resiko yang diminta oleh investor didasarkan semata-mata pada beta saham dan premium resiko pasar. Besarnya biaya ekuitas saham dapat diperoleh dengan rumus sebagai berikut (Sartono,2000,p.230) :

$$R_j = R_f + \beta (R_m - R_f) \dots\dots\dots(6)$$

Dimana :

R_j = tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik ekuitas

Rf = tingkat keuntungan bebas resiko, ditunjukkan dengan bunga SBI

Beta = resiko sistematis saham biasa

Rm = tingkat keuntungan pasar, ditunjukkan oleh IHSG, dengan cara menghitung perubahan tingkat bunga tersebut dari periode sebelumnya.

Cara menghitung resiko sistematis dengan menggunakan rumus (Sartono,2000,p.203) :

$$\beta = \frac{N \sum XY - (\sum XY)(\sum Y)}{N \sum X - (\sum X)} \dots\dots\dots(7)$$

Dimana :

X = M = (Rm - Rf) = kelebihan perolehan pasar

N = tahun perubahan IHSG dan IHSI

Y = Rj = tingkat keuntungan yang disyaratkan pemilik ekuitas

- Pendekatan nilai pertumbuhan konstan (*Constant Growth Value*)

Sehubungan sulitnya memperkirakan dividen di masa yang akan datang maka digunakan pendekatan nilai pertumbuhan konstan, maka biaya modal dapat dicari dengan rumus berikut ini (Sartono,2000,p.227) :

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g \dots\dots\dots(8)$$

Ke = biaya modal sendidri

D_i = dividen yang diharapkan pada tahun depan

P_o = harga saat ini

g = pertumbuhan laba dan dividen

adapun $g = \text{Plow back ratio} \times \text{ROE}$

$$\text{Plow back ratio} = 1 - \frac{D_1}{\text{EPS}_1}$$

- Pendekatan Rasio Laba Harga (*Price Earning Ratio* atau *PER*)

Biaya modal sendiri dengan pendekatan ini dapat diperoleh dengan rumus :

$$K_s = \frac{1}{\text{PER}} \times 100 \% \dots\dots\dots(9)$$

Dimana :

K_s = biaya modal saham

PER = rasio antara harga per lembar saham dengan laba per lembar saham.

Dalam menghitung biaya modal dalam perusahaan publik , pada umumnya menggunakan pendekatan CAPM (Ruky,Usahawan no.09,1997,p.4)

Untuk menghitung biaya modal secara keseluruhan, dilakukan dengan menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital* atau WACC). Sehubungan biaya dari masing-masing sumber dana yang ada di perusahaan berbeda satu sama lainnya, maka untuk menetapkan biaya modal secara keseluruhan diperlukan dasar penimbang berupa proporsi dari masing-masing dana.

Perhitungan biaya rata-rata tertimbang dapat diperoleh dengan rumus sebagai berikut (Sartono,2000,p.235) :

$$K_o = \frac{E}{D + E} (K_e) + \frac{D}{D + E} (K_i) \dots\dots\dots(10)$$

Dimana :

K_o = biaya modal rata-rata tertimbang

E = ekuitas saham

D = hutang

K_e = biaya ekuitas saham

K_i = biaya hutang

Apabila terdapat saham preferen maka biaya modal rata-rata tertimbang dapat diperoleh dengan rumus sebagai berikut (Sartono,2000,p.235) :

$$K_o = \frac{E}{D + E + P} (K_e) + \frac{D}{D + E + P} (K_i) + \frac{P}{D + E + P} (K_p) \dots\dots\dots(11)$$

Dimana :

K_p = biaya ekuitas saham preferen

P = ekuitas saham preferen

2.1.3 Nilai Tambah Pasar (MVA)

Nilai tambah pasar mencerminkan seberapa besar nilai tambah yang berhasil dikapitalisasi dan memperbesar nilai kapial yang digunakan oleh suatu perusahaan. Dengan demikian MVA mencerminkan seberapa besar manajemen mampu

menciptakan atau menambah kekayaan bagi para pemilik modal. Nilai tambah pasar hanya dapat dihitung diaplikasikan untuk perusahaan publik (Stern, dalam Ruky, Usahawan no.09,1997,p.5)

Nilai tambah pasar merupakan selisih antara nilai perusahaan dengan nilai kapital. Dapat diartikan pula bahwa MVA adalah selisih antara nilai pasar ekuitas dengan *book value of equity* (Stewart,1991,p.181)

$$\begin{aligned} MVA &= \text{Market value} - \text{Capital} \\ &= \text{No. Share} \times (\text{Price} - \text{Economic book}) \dots\dots\dots(12) \end{aligned}$$

Atas dasar rumus tersebut maka kekayaan atau kesejahteraan pemilik akan bertambah atau maksimal apabila MVA nya juga bertambah atau maksimal. MVA dianggap satu-satunya ukuran yang paling pas dalam menentukan sukses tidaknya suatu perusahaan dalam menciptakan kekayaan bagi para pemilik modal. Menurut Stewart (1991, p.181), memaksimumkan MVAny harus menjadi tujuan utama oleh perusahaan yang menitik beratkan kepada kemakmuran pemegang saham.

Untuk meningkatkan MVA dapat dilakukan dengan cara sebagai berikut (Stewart,1991,p.192) :

1. Meningkatkan efisiensi operasional yang berpengaruh dari selisih antara r dan c^* .
2. Menambah jumlah modal yang diinvestasikan ke dalam suatu proyek di mana selisih antara r dan c^* berharga positif.
3. Menarik kembali modal dari operasional jika r lebih kecil dari c^* .

Nilai tambah pasar bernilai positif apabila nilai pasar yang merupakan fungsi dari harapan pasar modal terhadap arus kas bebas di masa mendatang, didiskontokan

pada biaya modal, melebihi modal yang diinvestasikan. Sedangkan MVA negatif berarti nilai dari investasi yang dijalankan manajemen kurang dari modal yang diserahkan kepada perusahaan oleh pasar modal.

2.1.4 Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA)

Nilai tambah pemegang saham merupakan nilai yang tercipta bagi para pemegang saham atas sejumlah modal yang telah diinvestasikan pada perusahaan yang mendasarkan pada laba ekonomi (mampu memenuhi semua biaya operasi dan biaya modalnya). Menurut Black et al (1998.p.57), SVA dapat didefinisikan dalam rumus sebagai berikut :

SVA = *Total Capital + (Return on Total Capital – WACC)*(13)

Dalam menghitung biaya modal rata-rata tertimbang dilakukan seperti cara menghitung biaya rata-rata tertimbang dalam perhitungan EVA. Demikian juga dalam menghitung besarnya modal yang diinvestasikan (*capital*), laba bersih atas sejumlah modal yang diinvestasikan (nopat) harus dilakukan penyesuaian terlebih dahulu seperti dalam perhitungan EVA.

2.1.5 Penelitian Terdahulu

Rousana (dalam Ruky, Usahawan no.09,1997,p.3-6), meneliti 30 perusahaan publik di BEJ selama lima tahun dengan periode pengamatan tahun 1989 sampai

dengan tahun 1993 dengan menggunakan analisis korelasi Rank Spearman dan distribusi kai kuadrat adalah :

1. Tidak terdapat hubungan antara EVA dan MVA
2. Tidak ada hubungan antara perubahan EVA dengan perubahan prosentase kepemilikan saham-saham oleh investor asing.
3. Terdapat hubungan antara perubahan EVA dengan perubahan proporsi utang dan terdapat hubungan antara perubahan EVA dengan perubahan proporsi saham.

Harmoyo (Tesis MM UGM,1998), melakukan penelitian terhadap 30 perusahaan publik di BEJ selama tiga tahun dari tahun 1995 sampai dengan tahun 1997, dengan menggunakan analisis Rank Spearman dengan tingkat keyakinan 10% adalah sebagai berikut :

1. Tidak terdapat hubungan antara EVA dengan MVA
2. Terdapat hubungan antara perubahan EVA dengan perubahan proporsi utang, dan terdapat hubungan antara perubahan EVA dan perubahan proporsi saham.

Dengan demikian penelitian Rousana sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Harmoyo. Kedua hasil penelitian tersebut dapat digunakan sebagai pendukung dalam penelitian ini.

2.2 Model dan Hipotesis

2.2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis

Nilai tambah pemegang saham adalah merupakan suatu hal yang sangat diharapkan oleh investor dalam menentukan investasi dalam bentuk saham. Apabila

ditinjau dari sisi perusahaan, Helfert (1996,p.29) menyatakan bahwa manajemen perusahaan harus menilai setiap saat, apakah strategi, kebijakan dan keputusan yang ditetapkan telah memenuhi keinginan investor dengan membentuk nilai tambah pemegang saham. Black et al (1998,p.57) menyatakan bahwa nilai tambah pemegang saham (SVA) merupakan suatu nilai yang sangat diharapkan oleh pemegang saham dalam penciptaan nilai atas kekayaan yang telah dimilikinya.

Nilai tambah ekonomis (EVA) yang berhasil diciptakan oleh perusahaan adalah merupakan faktor yang paling relevan dan menentukan dalam pembentukan nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian terhadap perusahaan-perusahaan di Amerika, EVA dianggap memiliki korelasi dengan perubahan dan penciptaan nilai saham di pasar modal (Ruky,Usahawan no.09,1997,p.3).

EVA mencoba mengukur penciptaan nilai yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengukur penciptaan nilai yang dihasilkan suatu perusahaan dengan cara mengurangi biaya modal (*cost of capital*) dari laba operasi yang timbul sebagai akibat investasi yang dilakukan (Utama,Usahawan no.04,1997,p.10).

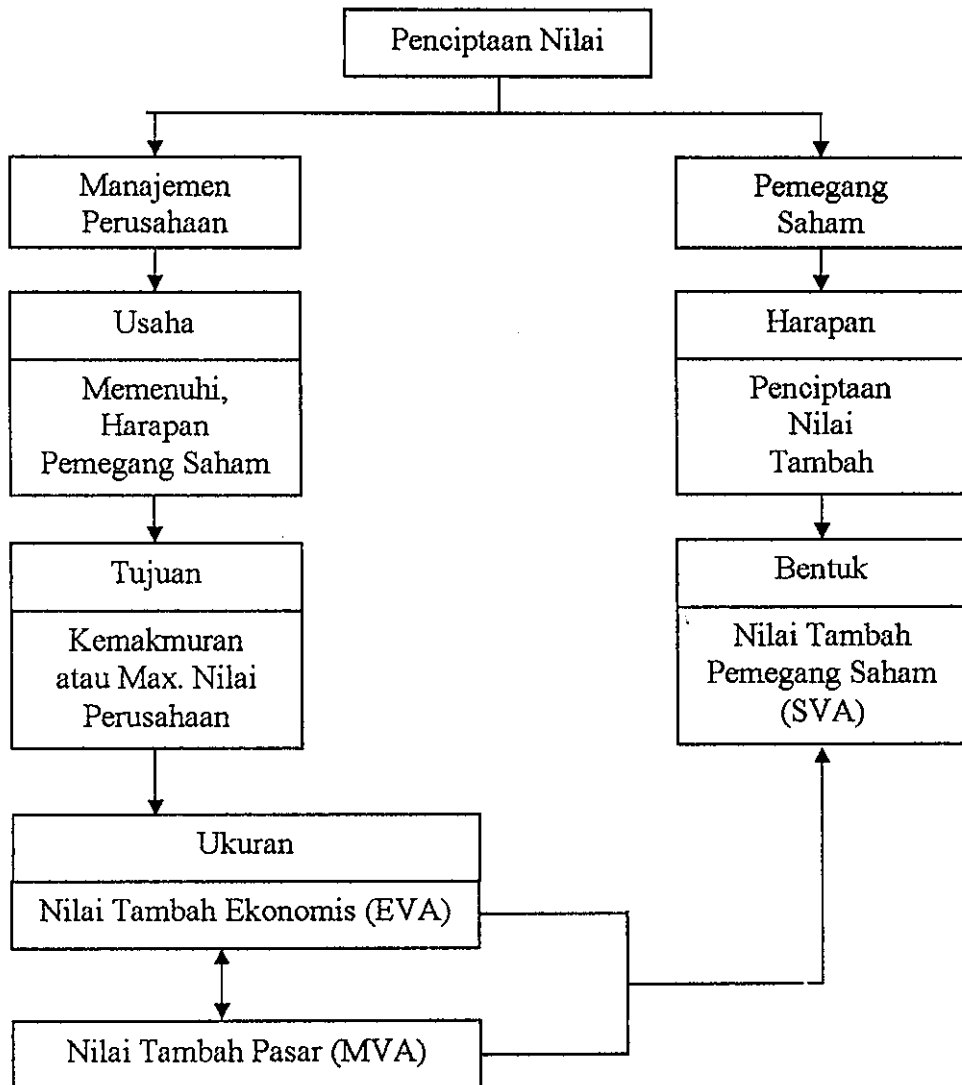
Berdasarkan konsep EVA, nilai pasar bagi perusahaan publik adalah total kapitalisasi nilai saham pada pasar modal ditambah dengan nilai utang yang terdapat dalam neraca. Adapun selisih antara nilai kapital dengan nilai perusahaan merupakan nilai tambah pasar (MVA). Nilai tambah pasar mencerminkan seberapa besar nilai tambah yang berhasil dikapitalisasi dan memperbesar nilai kapital yang digunakan suatu perusahaan.

Dengan demikian MVA mencerminkan seberapa besar manajemen mampu menciptakan atau menambah kekayaan bagi para pemilik kapital. Sedangkan EVA secara teoritis dan empiris memiliki korelasi yang sangat erat dengan setiap

perubahan dan penciptaan nilai MVA pada pasar modal. Selain itu nilai kini dari total proyeksi EVA atau perusahaan akan mengindikasikan nilai MVA nya. Oleh karena itu MVA dianggap sebagai kunci bagi setiap usaha untuk maksimalisasi MVA dan merupakan alat terbaik untuk menilai sukses tidaknya suatu perusahaan (Stern, 1996 dalam Ruky,Usahawan no.09,1997,p.5).

Penciptaan nilai perusahaan apabila ditinjau dari sisi manajemen perusahaan dan dari sisi pemegang saham, maka dapat disusun skema penciptaan nilai sebagai berikut (gambar 2.1):

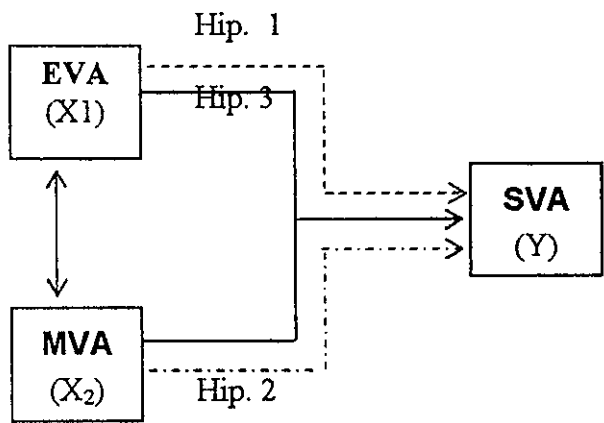
Gambar 2.1.
Skema Penciptaan Nilai



Sumber : Sartono (1999,p.248), Black at all (1998,p.57), Stern (1996 dalam Ruky, Usahawan no.09,1997,p.5)

Dari skema penciptaan nilai dapat disusun kerangka pemikiran teoritis. Adapun kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini seperti dalam gambar berikut ini :

Gambar 2.2.
Skema Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Stern (1996, dalam Ruky, Usahawan no.09,1997,p.5),
Black et al (1998,p.57)

Keterangan :

- Hipotesis 1
- Hipotesis 2
- Hipotesis 3

2.2.2 Hipotesis

Dari kerangka pemikiran teoritis, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Nilai tambah ekonomis (EVA) berpengaruh terhadap nilai tambah pemegang saham (SVA).
2. Nilai tambah pasar (MVA) berpengaruh terhadap nilai tambah pemegang saham (SVA).
3. Nilai tambah ekonomis (EVA) dan nilai tambah pasar (MVA) secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai tambah pemegang

2.3 Posisi Penelitian Dibandingkan dengan Penelitian Sebelumnya

Secara ringkas, persamaan dan perbedaan penelitian yang akan dilakukan dengan penelitian sebelumnya adalah sebagai berikut :

Persamaan :

1. Obyek penelitiannya adalah perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta.
2. Menganalisis mengenai EVA dan MVA sebagai kinerja intern perusahaan.

Perbedaan :

1. Penelitian sebelumnya :
 - Perusahaan yang diteliti merupakan sampel dari seluruh sektor industri sebanyak 30 buah perusahaan.
 - Menganalisis hubungan antara EVA dan MVA, hubungan perubahan EVA dengan perubahan proporsi utang dan perubahan proporsi saham.
 - Teknik analisis yang digunakan adalah rank analisis kai kuadrat dan rank spearman.

2. Penelitian yang dilakukan :

- Perusahaan yang diteliti merupakan purposif sampling pada sektor industri barang konsumsi dengan periode amatan dari tahun 1997 sampai dengan tahun 1998.
- Menganalisis pengaruh EVA dan MVA terhadap SVA
- Teknik analisis yang digunakan adalah analisis jalur.

2.4 Definisi-definisi Utama

Definisi-definisi utama dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Nilai Tambah Ekonomis (EVA) adalah suatu sistem manajemen keuangan untuk mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta jika perusahaan mampu menduduki semua biaya operasi dan biaya modal (Wijaya Tunggal, 2001, p.1). Menurut Stewart (1991, p.137), EVA merupakan selisih antara laba bersih operasi setelah pajak dengan biaya modal rata-rata tertimbang.
2. Biaya modal (*cost of capital*) adalah merupakan keuntungan minimum yang disyaratkan atas berbagai dana yang digunakan dalam perusahaan. Biaya modal secara keseluruhan adalah merupakan rata-rata tertimbang dari dana yang digunakan perusahaan sesuai dengan proporsi masing-masing.
3. Nilai tambah pasar (MVA) merupakan selisih antara nilai pasar suatu perusahaan yang dicerminkan oleh besarnya harga perusahaan dengan nilai buku ekonomis dari sejumlah modal yang digunakan (Stewart, 1991, p.181).

4. Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA) merupakan nilai yang tercipta bagi para pemegang saham atas sejumlah modal yang telah diinvestasikan pada perusahaan yang mendasarkan pada laba ekonomi yaitu mampu memenuhi semua biaya operasi dan biaya modalnya. SVA didefinisikan atas dasar nilai tambah ekonomis (Black et al, 1998,p.57).

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah berupa data sekunder yang diperoleh pada Pusat Referensi Pasar Modal di Bursa Efek Jakarta. Adapun data-data tersebut terdapat pada Laporan Keuangan Perusahaan, Indonesian Capital Market Directory, BEJ Fact Book, Jakarta Stock Exchange Montly Statistic dan Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia.

3.2 Populasi dan sampel

Dalam penelitian ini data yang digunakan adalah merupakan purposif sampling dari perusahaan publik pada sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEJ. Periode pengamatan dilakukan untuk tahun 1997 dan tahun 1998. Berdasarkan Indonesian Capital Market Directory taun 1999, banyaknya perusahaan publik pada sektor industri barang konsumsi sebanyak 47 buah dan untuk tahun 1998 sebanyak 48 buah perusahaan. Namun demikian data yang dapat digunakan dalam penelitian ini hanya sebanyak 30 buah perusahaan, setelah dilakukan penyelarasan selama dua tahun tersebut. Hal tersebut disebabkan karena ketidaklengkapan data keuangan perusahaan pada tahun pengamatan. Di samping itu karena adanya beberapa perusahaan yang mempunyai data keuangan yang lengkap pada tahun pengamatan namun terdapat adanya ketidaklengkapan data saham bulanan pada

tahun-tahun sebelum tahun pengamatan. Data saham tersebut diperlukan karena untuk mengetahui beta saham dan R_j dugaan. Adapun daftar perusahaan yang akan diteliti dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 3.1
Daftar Perusahaan yang Diteliti pada Sektor industri Barang Konsumsi

No.	Nama Perusahaan	Kode
	Food and Beverages	
1.	Aqua Golden Mississippi	AQUA
2.	Davomas Abadi	DAVO
3.	Delta Jakarta	DLTA
4.	Fast Food Indonesia	FAST
5.	Indofood Sukses Makmur	INDF
6.	Multi Bintang Indonesia	MLBI
7.	Prasida Aneka Niaga	PSDN
8.	Putra Sejahtera Pioneerindo	PTSP
9.	Sari Husada	SHDA
10.	Sekar Laut	SKLT
11.	Ultrajaya Milk Industry	ULTJ
	Tobacco Product	
12.	BAT Indonesia	BATI
13.	Gudang Garam	GGRM
14.	HM Sampoerna	HMSP
	Pharmaceutical	
15.	Bayer Indonesia	BYSP
16.	Dancos Laboratories	DNKS
17.	Darya Varia Laboratoria	DVLA
18.	Kalbe Farma	KLBF
19.	Merck Indonesia	MERC
20.	Squib Indonesia	SQBI
21.	Tempo Scan Pasific	TSPC
	Customer Goods	
22.	Tancho Indonesia	TCID
23.	Unilever Indonesia	UNVR
	Other Manufacturing	
24.	Asia Multi Kreasi	ASIA
25.	Itamaraya Gold Industry	ITMA
26.	Kedaung Indah Can	KICI
27.	Keramika Indonesia Asosiasi	KIAS
28.	Mulia Industrindo	MLIA
29.	Sorini Corporation	SOBI
30.	Surya Toto Indonesia	TOTO

Sumber : Indonesian Capital Market Directory tahun 1999

3.3 Definisi Operasional Variabel

3.3.1 Nilai Tambah Ekonomis (EVA)

EVA adalah suatu sistem manajemen keuangan untuk mengukur laba ekonomi dalam suatu perusahaan yang menyatakan bahwa kesejahteraan hanya dapat tercipta jika perusahaan mampu menduduki semua biaya operasi (*operating cost*) dan biaya modal (*cost of capital*), (Wijaya Tunggal 2001, p.1).

EVA didefinisikan dalam rumus sebagai berikut (Stewart,1991,p.137) :

$$\begin{aligned}\text{EVA} &= (r - c^*) \times \text{Capital} \\ &= \text{NOPAT} - \text{WACC}\end{aligned}$$

Dimana :

NOPAT = Laba bersih operasi setelah pajak (*Net operating profit after tax*)

Capital = Sejumlah dana yang terdiri dari ekuitas saham dan hutang berbunga yang tersedia di perusahaan untuk mendanai usaha perusahaan

WACC = c^* = Biaya modal rata-rata tertimbang

r = NOPAT / Capital

EVA ditunjukkan dalam satuan rupiah atau persen

3.3.2 Nilai Tambah Pasar (MVA)

MVA merupakan selisih antara nilai pasar suatu perusahaan yang dicerminkan oleh besarnya harga perusahaan dengan nilai buku ekonomis dari sejumlah modal yang digunakan (Stewart,1991,p.181). MVA didefinisikan dalam rumus berikut ini :

$MVA = Market Value - Capital$

$= No. Share \times (Price - Economic Book)$

Dimana :

No. share = jumlah saham yang beredar

Price = harga perlembar saham

Economic book = nilai buku ekonomis

= EPS / ROE

MVA dinyatakan dalam satuan rupiah

3.3.3 Nilai Tambah Pemegang Saham (SVA)

SVA merupakan nilai yang tercipta bagi para pemegang saham atas sejumlah modal yang telah diinvestasikan pada perusahaan yang mendasarkan pada laba ekonomi (mampu memenuhi semua biaya operasi dan biaya modalnya). Menurut Black et al (1998,p.57), SVA didefinisikan dalam rumus sebagai berikut :

$SVA = Total Capital + (Return on Total Capital - WACC)$

Dimana :

Total capital = Sejumlah dana yang terdiri dari ekuitas saham dan hutang
berbunga yang tersedia di perusahaan untuk mendanai
usaha perusahaan

Return on total capital = NOPAT (*Net operating profit after tax*)

SVA dinyatakan dalam satuan rupiah

Cara Menghitung EVA

Langkah-langkah yang diperlukan dalam menghitung EVA adalah sebagai berikut :

1. Biaya modal saham biasa

Biaya modal saham dalam penelitian ini diperoleh dengan pendekatan CAPM sebagai berikut :

- Menentukan biaya bunga bebas resiko dari tahun 1994 sampai dengan tahun 1997 dan dari tahun 1995 sampai dengan tahun 1998. Biaya bunga bebas resiko ditunjukkan oleh tingkat bunga Sertifikat Bank Indonesia.
- Menghitung IHSI rata-rata per tahun dari tahun 1994 sampai dengan tahun 1998. Besarnya IHSI diperoleh dengan cara menghitung rata-rata harga rata-rata harga saham individual selama 12 bulan (lampiran 1 – 5).
- Menghitung perubahan IHSI dari tahun 1994 sampai dengan tahun 1997 dan dari tahun 1995 sampai dengan tahun 1998.
- Menentukan IHSG dari tahun 1994 sampai dengan tahun 1997 dan dari tahun 1995 sampai dengan tahun 1998.
- Menghitung kelebihan perolehan pasar dengan mengurangi perubahan IHSG dengan tingkat bunga bebas resiko.
- Menghitung beta saham tahun 1997 dan tahun 1998 dengan menggunakan rumus resiko sistematis (lampiran 6 dan lampiran 7).

- Menghitung besarnya biaya modal saham (Rj dugaan) tahun 1997 dan tahun 1998 (lampiran 8 dan lampiran 9).

2. Biaya hutang

Biaya hutang dihitung dari besarnya beban bunga setelah dikurangi beban pajak. Adapun besarnya beban pajak ditetapkan sebesar 30% (Muhammad Zein, 1998, p. 17-13). Besarnya beban bunga tersebut berasal dari dana yang diterima dari kreditur. Dalam menghitung biaya hutang dengan cara membagi beban bunga dengan saldo pinjaman pada tahun 1997 dan 1998 (lampiran 10 dan lampiran 11).

- ## 3. Menghitung besarnya biaya modal rata-rata tertimbang dengan cara menjumlahkan biaya modal hutang dan biaya modal saham dengan proporsi masing-masing tahun 1997 dan tahun 1998 (lampiran 12 dan lampiran 13).

4. Menghitung besarnya capital.

Capital tahun 1997 dan tahun 1998 dalam penelitian ini merupakan besarnya hutang dan modal saham setelah ditambahkan dengan unsur ekuivalensi ekuitas (lampiran 14 dan lampiran 15).

5. Menghitung besarnya NOPAT

Besarnya NOPAT tahun 1997 dan tahun 1998 diperoleh dari laba bersih setelah pajak setelah ditambahkan unsur ekuivalensi ekuitas (lampiran 16 dan lampiran 17).

- ## 6. Menghitung EVA tahun 1997 dan tahun 1998 dengan rumus (lampiran 18 dan

lampiran 19):

$$EVA = NOPAT - WACC$$

Cara Menghitung MVA

Langkah-langkah yang diperlukan dalam menghitung MVA adalah sebagai berikut :

1. Menghitung ROE tahun 1997 dan tahun 1998 dengan cara membagi laba bersih setelah pajak dengan modal sendiri masing-masing tahun (lampiran 20 dan 21).
2. Menghitung besarnya nilai buku per lembar saham tahun 1997 dan tahun 1998 dengan membagi EPS dengan ROE masing-masing tahun .
3. Menghitung MVA tahun 1997 dan tahun 1998 dengan rumus (lampiran 22 dan lampiran 23) :

$$MVA = \text{No. share} \times (\text{Share price} - \text{Book value})$$

Cara Menghitung SVA

Dalam menghitung SVA tahun 1997 dan tahun 1998 digunakan rumus (lampiran 18 dan lampiran 19) :

$$SVA = \text{Total capital} + (NOPAT - WACC)$$

Adapun besarnya capital, NOPAT dan WACC dalam SVA adalah sama seperti pada perhitungan EVA.

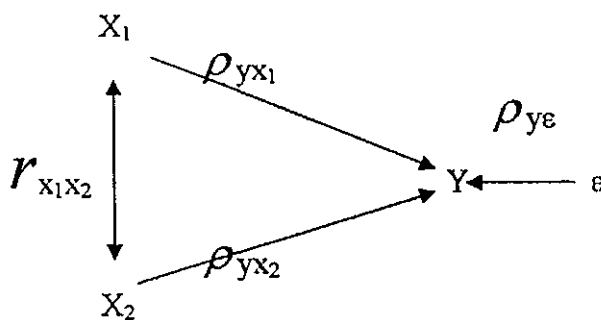
3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan melakukan pengumpulan dokumen-dokumen dari data sekunder yang akan digunakan dalam pengolahan data. Data tersebut berupa data time series data cross section. Data-data tersebut diperoleh di Pusat Referensi Pasar Modal Indonesia, yang terdiri dari Income Statement perusahaan yang telah diaudit, Jakarta Stock Exchange Montly Statistic, BEJ Fact Book, Indonesian Capitan Market Directory dan Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia yang diterbitkan oleh Bank Indonesia.

3.5 Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur. Analisis ini menggambarkan hubungan sebab akibat antara variabel X_1 , X_2 dan Y . Adapun hubungan variabel-variabel tersebut digambarkan dalam diagram jalur sebagai berikut :

Gambar 3.1
Hubungan Kausal Variabel X_1 dan X_2 terhadap Y



Sumber : Sitepu (1994,p.6)

Dimana : X_1 = EVA
 X_2 = MVA
 Y = SVA
 ε = Nilai variabel lain

Dalam hal ini ρ_{yx_1} , ρ_{yx_2} merupakan koefisien jalur struktur hubungan antar variabel dapat dinyatakan ke dalam persamaan berikut ini :

(Sitepu, 1994 ,p.7).

$$Y = \rho_{yx_1} X_1 + \rho_{yx_2} X_2 + \varepsilon \dots\dots\dots(14)$$

Adapun koefisien jalur dapat dihitung berdasarkan pada koefisien korelasi modifikasi Al Rasyid sebagai berikut :

1. Menghitung koefisien korelasi sederhana dengan menggunakan rumus seperti berikut ini (Sitepu,1994,p.19) :

$$r_{x_i x_j} = \frac{n \sum_{h=1}^n X_{ih} X_{jh} - \left(\sum_{h=1}^n X_{ih} \sum_{h=1}^n X_{jh} \right)}{\sqrt{\left\{ n \sum_{h=1}^n X_{ih}^2 - \left(\sum_{h=1}^n X_{ih} \right)^2 \right\} \left\{ n \sum_{h=1}^n X_{jh}^2 - \left(\sum_{h=1}^n X_{jh} \right)^2 \right\}}} \dots\dots\dots(15)$$

dimana j = 1 dan 2

$$r_{yx_i} = \frac{n \sum_{h=1}^n X_{ih} Y_h - \left(\sum_{h=1}^n X_{ih} \sum_{h=1}^n Y_h \right)}{\sqrt{\left\{ n \sum_{h=1}^n X_{ih}^2 - \left(\sum_{h=1}^n X_{ih} \right)^2 \right\} \left\{ n \sum_{h=1}^n Y_h^2 - \left(\sum_{h=1}^n Y_h \right)^2 \right\}}} \dots\dots\dots(16)$$

Harga koefisien korelasi tersebut dibuat dalam sebuah matriks korelasi seperti berikut ini (Sitepu, 1994,p.19) :

$$R = \begin{matrix} & \begin{matrix} X_1 & X_2 & Y \end{matrix} \\ \begin{pmatrix} r_{X_1X_1} & r_{X_1X_2} & r_{X_1Y} \\ r_{X_2X_1} & r_{X_2X_2} & r_{X_2Y} \\ r_{YX_1} & r_{YX_2} & r_{YX_3} \end{pmatrix} & \begin{matrix} X_1 \\ X_2 \\ Y \end{matrix} \end{matrix} \dots\dots\dots (17)$$

2. Menghitung matriks korelasi antar variabel penyebab seperti berikut ini (Sitepu, 1994,p.19) :

$$R = \begin{matrix} & \begin{matrix} X_1 & X_2 \end{matrix} \\ \begin{pmatrix} r_{X_1X_1} & r_{X_1X_2} \\ r_{X_2X_1} & r_{X_2X_2} \end{pmatrix} & \begin{matrix} X_1 \\ X_2 \end{matrix} \end{matrix} \dots\dots\dots (18)$$

3. Menghitung matriks invers korelasi antar variabel penyebab dan variabel akibat seperti berikut ini (Sitepu,1994,p.19).

$$R_1^{-1} = \begin{matrix} & \begin{matrix} X_1 & X_2 \end{matrix} \\ \begin{pmatrix} CR_{11} & CR_{12} \\ CR_{21} & CR_{22} \end{pmatrix} & \begin{matrix} X_1 \\ X_2 \end{matrix} \end{matrix} \dots\dots\dots (19)$$

4. Menghitung koefisien jalur seperti berikut ini (Sitepu, 1994,p.19).

$$\rho_{yx_i} = \sum_{j=1}^{k=2} CR_{ij} r_{yx_j}; i = 1,2 \dots\dots\dots(20)$$

Dimana :

ρ_{yx_i} = koefisien jalur dari variabel X_i terhadap variabel y

r_{yx_i} = korelasi antara variabel y dengan variabel X_i

CR_{ij} = unsur atau elemen pada baris ke i dan kolom ke j dari matriks invers korelasi.

5. Menghitung koefisien determinasi multipel seperti berikut ini.

(Sitepu,1994,p.23)

$$R^2_{yx_1x_2} = \sum_{i=1}^{k=2} \rho_{yx_i} r_{yx_i} \dots\dots\dots(21)$$

6. Menghitung koefisien jalur variabel lain seperti berikut ini (Sitepu,1994,p.23).

$$\rho_{y\epsilon} = \sqrt{1 - R^2_{yx_1x_2}} \dots\dots\dots(22)$$

atau

$$R^2_{yx_1x_2} + \rho^2_{y\epsilon} = 1$$

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian dan Data Deskriptif

4.1.1 Sekilas Tentang Bursa Efek Jakarta

Bursa Efek Jakarta terletak di Jalan Jendral Soedirman Jakarta Barat, dengan visinya adalah menjadi bursa *emerging market* kelas dunia yang kompetitif. Sedangkan misinya adalah mengupayakan pasar yang teratur, wajar, efisien secara terus menerus dengan menyediakan biaya intermediasi yang kompetitif, pengembangan produk yang inovatif, pelayanan dengan standar internasional, peningkatan kualitas keterbukaan, dan penegakan peraturan secara konsisten sehingga dapat menurunkan resiko industri.

Bursa Efek Jakarta sebenarnya sudah ada sejak 14 Desember 1912 di Batavia pada pemerintahan Belanda. Setelah itu dalam perkembangannya pada tahun 1925 didirikan Bursa Efek Surabaya dan Bursa Efek Semarang. Namun ketiga bursa tersebut ditutup pada tahun 1940 sehubungan Belanda diduduki oleh Jerman. Namun demikian pada tahun 1950 pasar modal dihidupkan kembali, dan sejak tanggal 10 Agustus 1977 Bursa Efek Jakarta sudah aktif kembali.

Sejak tanggal 22 Mei 1995, sistem perdagangan di Bursa Efek Jakarta sudah menggunakan komputer, yang dinamakan The Jakarta Automatic Trading Sistem (JATS). Adapun target utama dari implementasi JATS adalah pertama, peningkatan integritas dan likuiditas pasar, kedua mengakomodasi pengembangan

pasar baik pasar domestik maupun internasional, ketiga mensejajarkan Bursa Efek Jakarta dengan bursa-bursa lain di luar negeri.

Perusahaan-perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta sejak 2 Januari 1996 dikelompokkan dalam beberapa sektor meliputi sektor primer (ekstraktif), sektor-sektor sekunder (industri pengolahan atau manufaktur) dan sektor tersier (jasa). Sektor-sektor primer meliputi sektor 1 (pertanian), sektor 2 (pertambangan). Sektor-sektor sekunder meliputi sektor 3 (industri dasar dan kimia), sektor 4 (aneka industri) dan sektor 5 (industri barang konsumsi). Sektor-sektor tersier meliputi sektor 6 (properti dan real estate), sektor 7 (transportasi dan infrastruktur), sektor 8 (keuangan) dan sektor 9 (perdagangan, jasa dan investasi).

Dengan adanya kemunduran pasar regional (Asia Pasifik) termasuk Indonesia, pada pertengahan tahun 1997 yang masih berlanjut hingga tahun 1998, berdampak pada memburuknya kondisi ekonomi karena depresi mata uang negara-negara tersebut . Akibat utamanya adalah sangat langkanya likuiditas, tingginya tingkat bunga dan kurs mata uang. Kondisi ini mencakup pula penurunan drastis harga saham, pengetatan penyediaan kredit dan penghentian atau penundaan pelaksanaan proyek konstruksi tertentu. Namun demikian memasuki tahun 1999 kondisi perekonomian sudah mulai membaik yang ditandai antara lain menurunnya tingkat bunga dan laju inflasi, relatif stabilnya nilai tukar mata uang asing dan menguatnya kembali harga efek di pasar modal.

Disamping kondisi ekonomi, kondisi politikpun ikut mengalami ketidak pastian. Hal tersebut akan lebih memperburuk Indonesia di mata dunia. Dengan

adanya kondisi politik ekonomi tersebut Bursa Efek Jakarta juga tidak luput dari persoalan tersebut, yang secara langsung berpengaruh terhadap para pelaku Bursa Efek Jakarta dari kalangan emiten, pialang atau anggota bursa maupun investor. Hal tersebut dapat dilihat bahwa dari tahun 1977 ke tahun 1998 terjadi penurunan nilai perdagangan (*trading value*) sebesar 17,2% dan kenaikan jumlah perusahaan sebagai emiten baru hanya sebanyak lima buah perusahaan.

4.1.2 Sektor Industri Barang Konsumsi

Perusahaan-perusahaan yang tercakup dalam sektor industri barang konsumsi meliputi perusahaan-perusahaan makanan dan minuman (*food and beverages*), perusahaan produk tembakau (*tobacco manufaktur*), perusahaan farmasi (*pharmaceuticals*), perusahaan kosmetik (*cosmetic*) dan perusahaan perkakas rumah tangga (*houshold and housware*).

Berdasarkan Indonesian Capital Market Directory tahun 1999 banyaknya perusahaan pada sektor industri barang konsumsi pada tahun 1997 adalah 47 buah dan 48 buah pada tahun 1998. Namun yang dapat dimasukkan dalam kepentingan penelitian hanya sebanyak 30 buah perusahaan. Kendalanya adalah karena ketidaklengkapan data laporan keuangan dan tidak tercatatnya perusahaan di Bursa Efek Jakarta untuk kurun waktu tahun 1994 sampai dengan 1998 dalam kepentingan mendapatkan harga saham.

Besarnya EVA, MVA dan SVA sektor industri barang konsumsi dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 4.1
Indikator Pembentuk EVA

Indikator	> 1				0 – 1				Negatif			
	Th.1997		Th.1998		Th.1997		Th.1998		Th. 1997		Th. 1998	
	F	%	F	%	F	%	f	%	f	%	f	%
Beta	2	6,7	16	53,3	12	40,0	6	20,0	16	53,3	8	26,7
	Satuan				Positif				Negatif			
					Th.1997		Th.1998		Th.1997		Th.1998	
					F	%	f	%	f	%	f	%
Rj					17	56,7	23	76,7	13	43,3	7	23,3
WACC		Rupiah			23	76,7	28	93,3	7	23,3	2	6,7
NOPAT		Rupiah			20	66,7	16	53,3	10	33,3	14	46,7
EVA		Rupiah			13	43,3	12	40,0	13	56,7	18	60,0

Sumber : Data penelitian yang diolah, 2002

Tabel 4.2
Indikator Pembentuk MVA

Indikator	Satuan	> 15 %				< 15 %			
		Th. 1997		Th. 1998		Th. 1997		Th. 1998	
		f	%	F	%	F	%	f	%
ROE	%	15	50,0	15	50,0	14	46,7	16	53,3
		Positif				Negatif			
		Th. 1997		Th.1998		Th. 1997		Th.1998	
		f	%	F	%	F	%	f	%
EPS	Rupiah	20	66,7	10	33,3	13	43,3	17	56,7
Book Value	Rupiah	25	83,3	5	16,7	22	73,3	8	26,7
MVA	Rupiah	23	76,7	7	23,3	20	66,7	10	20,3

Sumber : Data penelitian yang diolah, 2002

Tabel 4.3
Indikator Pembentuk SVA

Indikator	Satuan	Positif				Negatif			
		Th. 1997		Th. 1998		Th. 1997		Th. 1998	
		f	%	F	%	F	%	f	%
NOPAT	Rupiah	20	66,7	10	33,3	16	53,3	14	46,7
WACC	Rupiah	23	76,7	7	23,3	28	93,3	2	6,7
SVA	Rupiah	28	93,3	2	6,7	27	96,7	1	3,3

Sumber : Data penelitian yang diolah, 2002

Berdasarkan tabel 4.1 terlihat bahwa untuk tahun 1997 sektor industri barang konsumsi terdapat dua buah perusahaan yang mempunyai beta saham lebih besar dari pada satu yaitu perusahaan no. 14 dan 29. Perusahaan yang mempunyai beta saham antara 0 - 1 sebanyak 16 buah perusahaan dan yang mempunyai beta saham negatif sebanyak 12 buah perusahaan. Beta saham perusahaan no. 14 sebesar 1,4067 berarti bahwa perusahaan tersebut sensitif terhadap pasar, dengan kata lain jika tingkat keuntungan portfolio pasar atau kelebihan portfolio pasar dari tingkat bunga bebas resiko naik satu satuan, maka tingkat keuntungan saham di atas bebas resiko akan naik sebesar 1,4067. Sebaliknya perusahaan no. 1 mempunyai beta saham sebesar - 2,4765 berarti jika tingkat keuntungan portfolio pasar naik satu satuan maka keuntungan saham di atas keuntungan bebas resiko akan turun sebesar 2,4765.

Perusahaan yang mempunyai biaya ekuitas saham positif sebanyak 17 perusahaan sedangkan sebanyak 13 buah perusahaan mempunyai biaya ekuitas saham negatif. Besarnya biaya ekuitas saham akan menentukan terhadap besarnya tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Biaya hutang dari kreditur dihitung dengan membagi biaya bunga dengan saldo pinjaman pada tahun yang bersangkutan.

Besarnya biaya ekuitas saham dan biaya hutang akan menentukan besarnya biaya modal rata-rata tertimbang. Perusahaan yang mempunyai biaya modal rata-rata tertimbang negatif sebanyak 7 buah perusahaan sedangkan yang mempunyai biaya modal rata-rata tertimbang positif sebanyak 23 buah perusahaan.

Laba bersih operasi setelah pajak (nopat) dapat dihitung dengan melakukan

penyesuaian terhadap laba bersih setelah pajak. Terdapat 10 buah perusahaan yang mempunyai NOPAT negatif, hal ini berarti bahwa kondisi perusahaan tidak baik disebabkan karena perusahaan-perusahaan tersebut mengalami kerugian yang cukup besar. Perusahaan yang mempunyai NOPAT positif sebanyak 20 buah perusahaan.

Dari nilai indikator-indikator tersebut akan sangat menentukan besarnya nilai EVA. Perusahaan yang mempunyai EVA positif sebanyak 13 buah perusahaan dan terdapat 17 buah perusahaan yang mempunyai EVA negatif. Dengan EVA negatif berarti bahwa kinerja keuangan perusahaan tersebut tidak baik karena tidak memiliki sisa pendapatan setelah dikurangi dengan biaya ekuitas saham dan biaya hutang.

Untuk tahun 1998, terdapat 6 buah perusahaan yang mempunyai beta saham lebih besar dari 1 yaitu perusahaan no. 2,7,10,12,24,24. Yang mempunyai beta saham antara 0 – 1 sebanyak 16 buah perusahaan dan yang mempunyai beta saham negatif sebanyak 8 buah perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai biaya ekuitas saham negatif sebanyak 3 buah perusahaan. Terdapat 2 buah perusahaan yang mempunyai biaya modal rata-rata tertimbang negatif. Perusahaan yang mempunyai NOPAT positif sebanyak 16 buah perusahaan, sedangkan yang mempunyai NOPAT negatif sebanyak 14 buah perusahaan.

Banyaknya perusahaan yang mempunyai EVA positif sebanyak 12 buah perusahaan dan yang mempunyai EVA negatif sebanyak 18 buah perusahaan.

Dari tabel 4.2 terlihat bahwa pada tahun 1997 terdapat 10 buah perusahaan yang mempunyai pendapatan per lembar saham atau EPS negatif. Hal ini disebabkan

karena perusahaan-perusahaan tersebut mengalami kerugian. Adapun perusahaan yang mempunyai pendapatan per lembar saham positif sebanyak 20 buah perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai pendapatan atas modal sendiri atau ROE yang lebih besar dari 15 % sama dengan ROE yang lebih kecil dari 15 % yaitu sebanyak 15 buah perusahaan. Perusahaan yang mempunyai ROE lebih besar dari 15 % dapat diartikan bahwa kondisi perusahaan tersebut baik. Tetapi ada tiga buah perusahaan (no.10, 17, 20) yang mempunyai ROE yang besar namun sebetulnya kondisi perusahaan tersebut sangat buruk karena mempunyai modal sendiri negatif.

Dilihat dari nilai buku perusahaan , terdapat 5 buah perusahaan yang mempunyai nilai buku yang negatif. Hal ini disebabkan karena perusahaan-perusahaan tersebut mengalami kerugian.

Apabila dilihat dari nilai MVA nya, terdapat 7 buah perusahaan yang mempunyai nilai MVA negatif, yaitu perusahaan no. 7, 11, 16, 17, 26, 28, dan 30. Hal ini disebabkan karena selisih antara nilai buku perusahaan dengan harga saham perusahaan pada tahun 1997 mempunyai nilai yang negatif. Kondisi tersebut tidak baik karena nilai dari investasi yang dijalankan manajemen , kurang dari modal yang diserahkan kepada perusahaan oleh pasar modal.

Pada tahun 1998 , terdapat 17 buah perusahaan yang mempunyai pendapatan per lembar saham negatif karena perusahaan tersebut mengalami kerugian dan perusahaan yang mempunyai pendapatan per lembar saham positif sebanyak 13 buah perusahaan.

Perusahaan yang mempunyai ROE lebih besar dari 15 % sebanyak 14 buah perusahaan dan yang mempunyai ROE lebih kecil dari 15 % sebanyak 16 buah perusahaan. Tetapi terdapat 7 buah perusahaan yaitu perusahaan no. 7, 8, 10, 18, 24, 27 dan 29, yang mempunyai ROE lebih besar dari 15 % tetapi mempunyai modal sendiri yang negatif, sehingga kondisi ke tujuh perusahaan tersebut mempunyai kondisi yang buruk. Terdapat 8 buah perusahaan yang mempunyai nilai buku perusahaan negatif.

Dari indikator-indikator tersebut maka banyaknya perusahaan yang mempunyai nilai MVA positif sebanyak 10 buah dan yang mempunyai MVA negatif sebanyak 20 buah perusahaan.

Dalam perhitungan nilai tambah pemegang saham, kondisi NOPAT dan biaya modal rata-rata (WACC) sama seperti kondisi perhitungan nilai tambah ekonomis. Dari tabel 4.3. terlihat bahwa pada tahun 1997, terdapat 2 buah perusahaan yang mempunyai SVA negatif yaitu perusahaan no. 8 dan no. 19, karena selisih antara NOPAT dan WACC adalah negatif. Sedangkan pada tahun 1998 terdapat sebuah perusahaan yang mempunyai SVA negatif.

Apabila ditinjau dari pertumbuhan EVA, MVA dan SVA dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel 4.4
EVA Sektor Industri Barang Konsumsi
pada Tahun 1997 dan 1998

		X1		
		Rp		Pertumbuhan
	Kode	1997	1998	%
1	AQUA	-11,277,548,151	519,112,256	-104.6031%
2	DAVO	54,069,899,841	-25,053,349,080	-146.3351%
3	DLTA	24,130,014,369	19,707,672,273	-18.3271%
4	FAST	-11,110,785,563	-28,038,690,145	152.3556%
5	INDF	-1,002,818,622,374	45,141,093,184	-104.5014%
6	MLBI	25,853,063,736	6,028,901,991	-76.6801%
7	PSDN	-12,607,259,084	-192,254,732,458	1424.9527%
8	PTSP	-161,005,897,825	-188,885,962,635	17.3162%
9	SHDA	50,671,074,650	6,388,121,443	-87.3930%
10	SKLT	-75,995,893,663	-121,129,871,400	59.3900%
11	ULTJ	-116,297,906,248	-103,809,923,823	-10.7379%
12	BATI	40,410,354,437	21,228,141,590	-47.4686%
13	GGRM	895,944,053,691	639,020,482,813	-28.6763%
14	HMSP	286,684,842,834	66,949,103,668	-76.6471%
15	BYSP	-1,225,304,874	-23,460,766,471	1814.6881%
16	DNKS	-2,304,076,747	-82,055,625,770	3461.3235%
17	DVLA	-83,123,909,248	-235,556,964,718	183.3805%
18	KLBF	-70,287,512,854	-637,753,216,351	807.3492%
19	MERC	10,032,336,184	635,484,628	-93.6656%
20	SQBI	-357,462,801,611	1,225,804,888	-100.3429%
21	TSPC	145,161,918,429	-76,362,822,136	-152.6053%
22	TCID	-11,466,228,407	-27,458,043,718	139.4688%
23	UNVR	164,972,020,866	507,160,776,592	207.4223%
24	ASIA	-113,208,380,303	-48,871,315,475	-56.8307%
25	ITMA	-10,721,729,859	-30,851,804,873	187.7503%
26	KICI	7,052,195,487	4,544,626,296	-35.5573%
27	KIAS	-64,211,507,573	-576,826,121,310	798.3220%
28	MLIA	77,166,838,199	-785,303,330,947	-1117.6694%
29	SOBI	-44,879,094,910	-453,398,288,030	910.2661%
30	TOTO	22,599,113,961	-30,490,245,314	-234.9179%

Sumber : Perhitungan EVA th.1997 dan th. 1998, diolah

Tabel 4.5
MVA Sektor Industri Barang Konsumsi
pada Tahun 1997 dan 1998

		X2		
		Rp		Pertumbuhan
	Kode	1997	1998	%
1	AQUA	9,953,490,695	-15,821,702,429	-258.9563%
2	DAVO	20,880,094,149	-39,708,249,459	-290.1728%
3	DLTA	36,927,761,663	-17,957,187,565	-148.6279%
4	FAST	100,728,061,260	-29,713,743,867	-129.4990%
5	INDF	2,857,944,778,432	6,827,962,743,397	138.9116%
6	MLBI	95,157,043,860	111,389,422,479	17.0585%
7	PSDN	-4,687,079,872	73,760,680,398	-1673.7022%
8	PTSP	248,233,295,742	101,419,244,856	-59.1436%
9	SHDA	465,660,725,753	175,998,297,249	-62.2046%
10	SKLT	36,721,734,390	153,788,275,514	318.7936%
11	ULTJ	-80,143,033,837	69,408,645,284	-186.6060%
12	BATI	154,292,338,890	75,895,563,025	-50.8105%
13	GGRM	12,666,424,183,062	18,606,957,084,369	46.8998%
14	HMSP	-	-	-10.0433%
		1,100,446,200,000,000	989,925,300,000,000	
15	BYSP	-4,129,637,495	5,918,723,255	-243.3231%
16	DNKS	65,569,022,539	-11,302,178,110	-117.2371%
17	DVLA	64,698,105,369	98,668,142,350	52.5055%
18	KLBF	128,338,480,109	461,591,507,442	259.6673%
19	MERC	11,368,928,551	26,219,986,317	130.6285%
20	SQBI	6,966,221,486	-33,974,771,713	-587.7073%
21	TSPC	200,129,856,561	536,356,779,134	168.0044%
22	TCID	86,377,233,508	-180,819,191,228	-309.3366%
23	UNVR	287,074,915,050	1,812,735,573,295	531.4504%
24	ASIA	64,671,138,628	346,642,761,246	436.0084%
25	ITMA	9,929,000,773	25,017,951,948	151.9685%
26	KICI	-42,298,398,048	-40,498,798,744	-4.2545%
27	KIAS	360,392,222,747	424,954,710,561	17.9145%
28	MLIA	-50,100,506,758	-349,232,903,459	597.0646%
29	SOBI	56,648,032,648	443,265,177,760	682.4900%
30	TOTO	-1,089,825,798	3,534,051,989	-424.2768%

Sumber : Perhitungan MVA th. 1997 dan th. 1998, diolah

Tabel 4.6
SVA Sektor Industri Barang Konsumsi
pada Tahun 1997 dan 1998

		Y		
		Rp		Pertumbuhan
	Kode	1997	1998	%
1	AQUA	53,447,856,836	35,296,460,895	-33.9609%
2	DAVO	283,884,852,099	368,225,613,321	29.7095%
3	DLTA	164,099,348,011	293,159,136,292	78.6473%
4	FAST	80,847,623,651	77,055,000,717	-4.6911%
5	INDF	6,283,614,807,522	9,692,497,337,405	54.2503%
6	MLBI	184,154,779,669	170,728,904,370	-7.2905%
7	PSDN	593,673,081,656	623,517,558,356	5.0271%
8	PTSP	-27,267,406,721	-51,640,566,338	89.3857%
9	SHDA	187,148,784,473	96,476,612,045	-48.4492%
10	SKLT	131,533,582,553	188,934,613,689	43.6398%
11	ULTJ	274,319,251,373	254,177,515,322	-7.3424%
12	BATI	315,826,649,428	288,559,413,339	-8.6336%
13	GGRM	2,564,495,629,618	2,214,325,294,676	-13.6545%
14	HMSP	1,242,761,719,888	1,914,266,236,406	54.0332%
15	BYSP	113,301,191,534	166,315,951,829	46.7910%
16	DNKS	309,302,778,659	353,807,867,743	14.3888%
17	DVLA	266,441,549,404	104,488,373,147	-60.7838%
18	KLBF	1,382,052,032,551	1,015,370,892,086	-26.5316%
19	MERC	51,816,797,968	46,011,107,187	-11.2043%
20	SQBI	-339,954,074,721	32,760,465,504	-109.6367%
21	TSPC	833,616,221,516	743,258,344,635	-10.8393%
22	TCID	95,180,376,991	96,687,321,322	1.5833%
23	UNVR	356,854,632,903	1,375,845,839,679	285.5480%
24	ASIA	93,842,837,642	223,759,106,795	138.4403%
25	ITMA	41,962,779,793	27,313,458,526	-34.9103%
26	KICI	101,032,635,906	107,264,218,820	6.1679%
27	KIAS	1,004,751,007,038	1,101,293,208,579	9.6086%
28	MLIA	2,293,780,931,680	2,239,588,505,436	-2.3626%
29	SOBI	546,302,305,090	210,368,332,396	-61.4923%
30	TOTO	269,804,193,806	348,710,842,289	29.2459%

Sumber : Perhitungan SVA th.1997 dan th.1998, diolah

Berdasarkan tabel 4.4, ditinjau dari sisi pertumbuhan EVA dari tahun 1997 ke tahun 1998, hanya terdapat sebuah perusahaan dengan pertumbuhan positif dari EVA yang positif (perusahaan no. 23). Pertumbuhan EVA positif selain perusahaan no. 23 merupakan pertumbuhan dari EVA yang negatif. Jadi kondisi perusahaan-perusahaan tersebut dalam kondisi yang tidak baik. Terdapat 6 buah perusahaan yang mempunyai EVA positif, tetapi dengan pertumbuhan yang negatif atau terjadi penurunan nilai EVA yang positif.

Dilihat dari pertumbuhan MVA (tabel 4.5), terlihat bahwa terdapat 7 buah perusahaan yang mempunyai pertumbuhan positif dari kondisi MVA yang positif, dan perusahaan tersebut dalam kondisi baik yaitu perusahaan no. 5, 6, 15, 19, 21, 23 dan 25. Sedangkan untuk 6 buah perusahaan (no. 10, 17, 18, 24 dan 29). Mempunyai pertumbuhan yang positif dari MVA yang positif namun kondisi perusahaan tersebut tidak baik karena perusahaan dalam kondisi mempunyai modal sendiri yang negatif.

Dari tabel 4.6 dapat terlihat bahwa terdapat 11 buah perusahaan yang mempunyai pertumbuhan SVA yang positif yang berarti bahwa kondisi perusahaan tersebut baik. Sedangkan untuk dua buah perusahaan no. 7 dan no 24 merupakan perusahaan yang mempunyai pertumbuhan SVA positif tetapi mempunyai modal sendiri yang negatif yang berarti perusahaan tersebut tidak baik. Adapun selain kondisi tersebut, terdapat perusahaan yang pertumbuhan SVA yang negatif.

Dengan demikian apabila dibandingkan dengan tahun 1997, dilihat dari indikator-indikator pembentuk EVA, MVA dan SVA disamping dilihat dari sisi pertumbuhan EVA, MVA dan SVA, pada tahun 1998 secara garis besar kondisi

sektor industri barang konsumsi lebih buruk. Hal tersebut sebagai akibat terjadinya imbas krisis moneter yang lebih besar dibandingkan tahun 1997.

4.2 Proses dan Hasil Analisis / Komputasi Data

Dalam penelitian ini menguji tiga buah hipotesis penelitian yang meliputi hipotesis pertama, EVA berpengaruh terhadap SVA, kedua MVA berpengaruh terhadap SVA, ketiga EVA dan MVA secara bersama-sama berpengaruh terhadap SVA. Untuk menguji hipotesis penelitian ini dengan menggunakan analisis jalur, dengan cara melihat angka sumbangan pengaruh operasional variabelnya (X1 dan X2 terhadap Y) , melalui program path cell excell.

Untuk kepentingan analisis, data yang ekstrim dikeluarkan dari analisis jalur. Pengeluaran data ekstrim tersebut didasarkan pada perusahaan yang mempunyai modal sendiri negatif, karena pada saat perusahaan mengalami kerugian dengan modal sendiri negatif akan menghasilkan rentabilitas ekonomis yang positif. Untuk tahun 1997, terdapat tiga buah perusahaan yang mempunyai data ekstrim, sedangkan tahun 1998 terdapat delapan buah perusahaan yang mempunyai data ekstrim. Untuk keselarasan analisis tahun 1997 dan tahun 1998, dari 30 buah perusahaan yang diteliti, maka hanya 21 buah perusahaan yang dimasukkan dalam analisis jalur.

4.2.1 Hasil Komputasi Data

Dari hasil perhitungan operasional variabel (X1, X2 dan Y) dengan analisis jalur maka diperoleh persamaan jalur, korelasi dan sumbangan pengaruh variabel-

variabel tersebut seperti berikut ini :

Persamaan jalur tahun 1997 dan tahun 1998 adalah:

$$Y = - 0,4438 X_1 - 0,1509 X_2 + \varepsilon$$

$$Y = 0,0595 X_1 - 0,0876 X_2 + \varepsilon$$

Tabel 4.7
Korelasi antar Variabel X1 ,X2 dan Y

Keterangan	Th. 1997	Th.1998
X1 dengan Y	- 0,4162	0,0633
X2 dengan Y	- 0,0699	- 0,0902
X1 dengan X2	- 0,1826	- 0,0433
X1 dan X2 dengan Y	0,4419	0,1080

Sumber : Data penelitian yang diolah, 2002

Tabel 4.8
Sumbangan Pengaruh X1 dan X2 terhadap Y

Keterangan	Tahun 1997	Tahun 1998
	(%)	(%)
X ₁ secara langsung terhadap Y	19,70	0,36
X ₁ secara tidak langsung melalui X ₂ terhadap Y	-1,22	0,02
X ₁ secara total terhadap Y	18,47	0,38
X ₂ secara langsung terhadap Y	2,28	0,77
X ₂ secara tidak langsung melalui X ₁ terhadap Y	-1,22	0,02
X ₂ secara total terhadap Y	1,05	0,79
Total X ₁ dan X ₂ terhadap Y	19,53	1,17
Variabel luar terhadap Y	80,47	98,83
Total	100,00	100,00

Sumber : Data penelitian yang diolah, 2002

Keterangan :

X₁ = EVA, X₂ = MVA

Y = SVA

4.2.2 Analisis dan Pengujian Hipotesis Penelitian

4.2.2.1 Pengaruh EVA terhadap SVA

Dari hasil analisis jalur (tabel 4.1 dan 4.2) menunjukkan bahwa, untuk tahun 1997 EVA memberikan sumbangan pengaruh secara langsung terhadap SVA sebesar 19,70 % dan sumbangan pengaruh tidak langsung (melalui MVA) sebesar – 1,22 %. Sehingga total sumbangan pengaruhnya sebesar 18,47 % dan EVA berkorelasi terhadap SVA sebesar – 0,4162. Pengaruh EVA terhadap SVA tersebut berarti bahwa SVA dapat dicerminkan oleh EVA secara langsung sebesar 19,70 %. Hal ini dapat dikatakan bahwa kinerja intern perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai tambah ekonomis akan berpengaruh kepada kenaikan nilai tambah pemegang saham.

Untuk tahun 1998, EVA memberikan sumbangan pengaruh secara langsung terhadap SVA hanya sebesar 0,36 % dan sumbangan pengaruh tidak langsung sebesar (melalui MVA) sebesar 0,02 %. Sehingga total sumbangan pengaruhnya sebesar 0,38 % dan EVA berkorelasi terhadap SVA sebesar 0,0633. Hal tersebut berarti bahwa pada tahun 1998, EVA memberikan sumbangan pengaruh yang sangat kecil terhadap SVA. Dapat dikatakan bahwa pada tahun 1998, kenaikan kinerja intern perusahaan yang ditunjukkan dengan nilai tambah ekonomis akan berpengaruh kepada kenaikan nilai tambah pemegang saham, namun kenaikan tersebut sangat kecil.

Sumbangan pengaruh langsung nilai tambah ekonomis terhadap nilai tambah pemegang saham sebesar 19,7 % dan berkorelasi sebesar - 0,4162 pada tahun 1997 dan sumbangan pengaruh langsung nilai tambah ekonomis terhadap nilai tambah

pemegang saham sebesar 0,36 % dan berkorelasi sebesar 0,633 pada tahun 1998. Perbedaan yang mencolok tersebut disebabkan karena pada tahun 1997, banyak perusahaan yang mempunyai EVA negatif sedangkan SVA nya bernilai positif. Disamping itu pada tahun 1997 perbandingan antara EVA dan SVA masing-masing perusahaan lebih sebanding dengan perbandingan antara EVA dan SVA pada tahun 1998. Selain itu karena pada tahun 1998 terjadi penurunan EVA yang tidak sebanding dengan penurunan SVA pada masing-masing perusahaan, baik penurunan dari EVA positif ke EVA negatif maupun penurunan dari EVA negatif ke EVA negatif yang lebih besar.

Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa nilai tambah ekonomis berpengaruh terhadap nilai tambah pemegang saham telah teruji. Dan baik tahun 1997 maupun tahun 1998, nilai tambah ekonomis berpengaruh positif terhadap nilai tambah pemegang saham (lampiran 24 dan 26).

4.2.2.2 Pengaruh MVA terhadap SVA

Dari hasil perhitungan analisis jalur (tabel 4.1 dan 4.2) menunjukkan bahwa untuk tahun 1997, MVA memberikan sumbangan pengaruh secara langsung terhadap SVA sebesar 2,28 % dan sumbangan pengaruh tidak langsung (melalui EVA) sebesar - 1,22 %. Sehingga total sumbangan pengaruhnya sebesar 1,05 % dan MVA berkorelasi dengan SVA sebesar - 0,0699. Untuk tahun 1998, MVA memberikan sumbangan pengaruh langsung terhadap SVA sebesar 0,77% dan sumbangan pengaruh tidak langsung (melalui EVA) sebesar 0,02 %. Sehingga

total sumbangan pengaruhnya sebesar 0,79 % dan MVA berkorelasi dengan SVA sebesar - 0,0902. Dengan demikian baik tahun 1997 maupun tahun 1998 , sumbangan pengaruh langsung MVA terhadap SVA sangat kecil (tidak berarti) . Hal ini dapat dikatakan bahwa SVA tidak tercermin dalam MVA nya. Dapat diartikan bahwa SVA tidak tercermin dalam fluktuasi harga saham dan kemampuan untuk memperoleh pendapatan per lembar saham dalam menggunakan modal sendiri. Dapat diartikan pula bahwa SVA dipengaruhi oleh faktor lain di luar MVA.

Dari keterangan tersebut di atas dapat dikatakan bahwa nilai tambah pasar berpengaruh sangat kecil (tidak berarti) terhadap nilai tambah pemegang saham. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa nilai tambah pasar berpengaruh terhadap nilai tambah pemegang saham telah teruji.

4.2.2.3 Pengaruh EVA dan MVA Secara Bersama-sama terhadap SVA

Berdasarkan hasil perhitungan analisis jalur (tabel 4.1 dan 4.2) menunjukkan bahwa untuk tahun 1997, EVA dan MVA secara bersama-sama memberikan sumbangan pengaruh terhadap SVA sebesar 19,53%. Dilihat dari keeratan hubungan, EVA dan MVA secara bersama-sama berkorelasi sebesar 0,4419 terhadap SVA. Hal ini dapat diartikan bahwa EVA dan MVA mampu menerangkan variasi SVA sebesar 19,53 %. Sedangkan sisanya diterangkan oleh variabel luar sebesar 80,47 %. Dalam hal ini menandakan bahwa masih terdapat variabel-variabel lain yang mempengaruhi nilai tambah pemegang saham di luar nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar

yang memerlukan penelitian lebih lanjut, diantaranya adalah *Cash Flow Return On Investment*.

Untuk tahun 1998 EVA dan MVA secara bersama-sama memberikan sumbangan pengaruh terhadap SVA sebesar 1,17 %. Dilihat dari keeratan hubungan, EVA dan MVA secara bersama-sama berkorelasi sangat rendah (sebesar 0,1080) terhadap SVA. Hal ini dapat diartikan bahwa EVA dan MVA mampu menerangkan variasi SVA hanya sebesar 1,17 %. Sedangkan sisanya diterangkan oleh variabel luar sebesar 98,83 %. Apabila dibandingkan dengan tahun 1997, besarnya sumbangan pengaruh EVA dan MVA secara bersama-sama terhadap SVA pada tahun 1998 adalah sangat kecil. Hal ini disebabkan karena terjadi penurunan EVA dan MVA yang tidak sebanding dengan penurunan SVA.

Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar secara bersama-sama berpengaruh terhadap nilai tambah pemegang saham telah teruji.

Apabila dilihat dari korelasi antara EVA dengan MVA menunjukkan bahwa untuk tahun 1997 berkorelasi sangat rendah (sebesar - 0,1826) dan untuk tahun 1998 EVA dengan MVA berkorelasi sangat rendah (sebesar - 0,0433). Hal ini dapat dikatakan bahwa baik tahun 1997 maupun tahun 1998 antara EVA dan MVA berkorelasi negatif sangat rendah dan dapat diartikan bahwa EVA independen terhadap MVA. Hal tersebut sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rousana (1997) dan Budi Harmoyo (1998) yang menyatakan bahwa EVA independen terhadap MVA. Dengan adanya EVA independen terhadap MVA berarti bahwa harga

pasar saham tidak mencerminkan kinerja saham , karena kondidi pasar modal Indonesia masih merupakan kondisi pasar yang lemah sehingga sebagian pelakunya mendapatkan *inside information* yang bisa menimbulkan *abnormal return* sedangkan pelaku lain tidak.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Simpulan

Dalam penelitian ini dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Nilai tambah ekonomis berpengaruh langsung sebesar 19,70 % dan berkorelasi negatif sedang (sebesar -0,4162) terhadap nilai tambah pemegang saham pada tahun 1997. Pada tahun 1998, nilai tambah ekonomis berpengaruh langsung sebesar 0,38% dan berkorelasi sangat rendah (sebesar 0,0633) terhadap nilai tambah pemegang saham.
2. Nilai tambah pasar berpengaruh langsung sebesar 2,28 % dan berkorelasi negatif sangat rendah (sebesar - 0,0699) terhadap nilai tambah pemegang saham pada tahun 1997. Pada tahun 1998 , nilai tambah pasar berpengaruh sebesar 0,38 % dan berkorelasi negatif sangat rendah (sebesar - 0,0902) terhadap nilai tambah pemegang saham.
3. Nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar secara bersama-sama berpengaruh sebesar 19,53 dan berkorelasi sangat rendah (sebesar 0,4419) terhadap nilai tambah pemegang saham pada tahun 1997. Pada tahun 1998 nilai tambah ekonomis dan nilai tambah pasar berpengaruh sebesar 1,17 % dan berkorelasi sangat rendah (sebesar 0,1080) terhadap nilai tambah pemegang saham.
4. Nilai tambah ekonomis berkorelasi negatif sangat rendah terhadap nilai tambah

pasar (sebesar - 0,1826) pada tahun 1997 dan berkorelasi negatif sangat rendah (sebesar - 0,0433) pada tahun 1998.

5.2 Implikasi Kebijakan

Penelitian ini mengimplikasikan sebagai berikut :

1. Sehubungan nilai tambah ekonomis memberikan sumbangan pengaruh terhadap nilai tambah pemegang saham, untuk itu bagi para pemegang saham yang ingin berinvestasi pada saham-saham perusahaan, jangan hanya mempertimbangkan kinerja keuangan tradisional saja, tetapi perlu mempertimbangkan kinerja nilai tambah ekonomis.
2. Dan sehubungan nilai tambah pasar tidak berpengaruh terhadap nilai tambah pemegang saham maka perlu usaha untuk menciptakan nilai tambah pasar yang positif dengan cara meningkatkan efisiensi operasional yang berpengaruh terhadap peningkatan pendapatan per lembar saham dan peningkatan efisiensi penggunaan pada modal yang produktif saja agar dapat meningkatkan nilai perusahaan.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan penelitian yang dihadapi dalam penelitian ini diantaranya adalah karena adanya ketidak lengkapan dari data laporan keuangan perusahaan pada sektor industri barang konsumsi, yang seharusnya untuk dileliti. Oleh karena itu

untuk perusahaan-perusahaan yang datanya tidak lengkap dikeluarkan dari data penelitian.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Penelitian ini dilakukan pada saat kondisi krisis moneter, dan ternyata pengaruh variabel luar sangat besar, maka perlu adanya penelitian lebih lanjut mengenai faktor-faktor lain yang mempengaruhi nilai tambah pemegang saham antara lain adalah Cash Flow Return On Investment. Selain itu perlu penelitian lebih lanjut pada kondisi stabil (di luar kondisi krisis moneter) dengan menambah rentang waktu penelitian, sehubungan adanya perbedaan pengaruh yang cukup besar antara pengaruh nilai tambah ekonomis terhadap nilai tambah pemegang saham dalam kurun waktu dua tahun.

DAFTAR REFERENSI

- Arikunto, Suharsini, 1997, **Prosedur Penelitian Pendekatan Suatu Sistem**, Jakarta, PT Rineka Cipta
- Agus Sartono, 1999, **Manajemen Keuangan**, Yogyakarta, Balai Penerbit Fakultas Ekonomi
- Black, Andrew, at all, 1998, **In Search of Shareholder Value**, Long Arce London, Pitman Publising
- Budi Harmoyo, A., 1998, **Pengaruh EVA terhadap Harga Saham di Bursa Efek Jakarta Pada Awal Krisis Moneter**, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Gajah Mada (tidak dipublikasikan)
- Bank Indonesia, 1998, **Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia Vol. XXXI No. 01**, Jakarta
- Bursa Efek Jakarta, 1998, **BEJ Fact Book Th. 1997**, Jakarta
- , 1999, **BEJ Fact Book Th. 1998**, Jakarta
- , 1999, **Laporan Tahunan BEJ Th. 1998**, Jakarta
- , 2001, **Laporan Tahunan BEJ Th. 2000**, Jakarta
- Corly, Fery, 1999, **Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan Atas Dasar Nilai Pemegang Saham Terhadap Hasil Investasi Pada Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta**, Fakultas Paca Sarjana Universitas Pajajaran (tidak dipublikasikan)
- ECFIN, 1999, **Indonesian Capital Market Directory**
- Helfert, E. A., 1996, **Teknik Analisis Keuangan**, Jakarta, Erlangga
- Madjidah, 2000, **Hubungan Antara Rasio Profitabilitas Dengan Nilai Tambah Ekonomis Dalam Pengukuran Kinerja Keuangan Perusahaan**, Fakultas Psca Sarjana Universitas Pajajaran (tidak dipublikasikan)

- Mirza, T. , dan Imbuh, S. ,1994, Konsep Economic Value Added, **Ushawan no. 04 TH. XXVII**
- Rousana, M. ,1997, Memanfaatkan EVA untuk Memiliki Perusahaan di Pasar Modal, **Usahawan No. TH. XXVI**
- Ruky, S. M. , 1997, EVA dan Penciptaan Nilai Perusahaan, **Usahawan No. 09 TH.XXVI**
- Suad Husnan, 1993, **Dasar-dasar Teori Portfolio**, Yogyakarta, UPP – AMP YKPN
- , 1995, **Manajemen keuangan I, II, Teori dan Penerapan**, Yogyakarta, Balai Penerbit Fakultas Ekonomi
- Singarimbun, M. dan Effendi S. , 1995, **Metode Penelitian Survey**, Jakarta, PT Pustaka LP3ES
- Sitepu, Nirwana, 1994, **Analisis Jalur**, Bandung, Unit Pelayanan Statistika FMIPA Universitas Pajajaran
- Sugiyono, 1997, **Statistika untuk Penelitian**, Bandung, Alfabeta
- Stewart, G. B., 1991, **The Cost for Value, United States of America**, Harper Business (Division of Harper Collin Publisher)
- Utama, S. , 1997, EVA : Pengukuran Penciptaan Nilai Perusahaan, **Usahawan No. 04 TH XXVI**
- Wijaya Tunggal, Amin, 2001, **Memahami Konsep Economic Value Added (EVA) dan Value Based Manajemen (VAM)**, Jakarta, Harvarindo
- , 2001, **Economic Value Added (EVA), Teori, Soal dan Kasus**, Jakarta, Harvarindo
- Young, S. David and Stephen O'Byrne, 2001, **EVA & Manajemen Berdasarkan Nilai, Panduan Praktis untuk Implementasi**, Jakarta, Salemba Empat
- Financial Statement of Companies